Portafolio

UNA HISTORIA DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

José Antonio Ocampo

Portafolio

CAN→ ASOBANCARIA
Promoviendo la confianza y solidez del sector financiero

DIRECTOR
Ricardo Ávila Pinto

AUTOR
José Antonio Ocampo

COORDINACIÓN EDITORIAL
Rosa María Cárdenas L.

GERENTE
Marylena Mendoza García

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN
DISEÑO DE CARÁTULA
R3

PRODUCCIÓN
Mario Benavides Sierra

PRESIDENTE EJECUTIVO
Santiago Castro

VICEPRESIDENTE TÉCNICO
Jonathan Malagón

DIRECTOR ECONÓMICO
Germán Montoya

PROFESIONAL MÁSTER
Carlos Ruiz

Impreso en Colombia
Printer Colombiana S.A.
Calle 64G # 88A - 30

PRIMERA EDICIÓN, JUNIO DEL 2015

ISBN: 978-958-706-320-2

Derechos de autor reservados ©Asobancaria.
Una publicación para ETCE© 2015

El Tiempo Casa Editorial S.A.
Ave. Calle 26 # 68B - 70
Teléfono: 2940100

Esta obra no puede ser reproducida total o parcialmente, o utilizada de ninguna forma o por medio alguno gráfico, mecánico o electrónico conocido o por conocer, sin autorización previa y escrita de El Tiempo Casa Editorial.

A.1549843

ÍNDICE

Presentación **5**

Prólogo **7**

Introducción **15**

Capítulo I. La era de fuerte intervención estatal en el sector financiero, 1951 - 1974 **29**

Capítulo II. Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero 1974 - 1990 **65**

Capítulo III. La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003 **103**

Capítulo IV. La gran expansión de la banca privada, 2004 - 2014 **147**

PRESENTACIÓN

Colombia ha experimentado importantes transformaciones en el último medio siglo. Un camino lleno de dificultades y grandes conquistas económicas y sociales, en el cual el PIB per cápita se multiplicó por tres y la pobreza se redujo a menos de la mitad, permitiendo que el país se convirtiera, gradualmente, en una sociedad de clase media.

En esta historia, no solo el sistema financiero, sino su gremio, Asobancaria, ha cumplido un papel fundamental. Si bien la entidad no ha ahorrado ningún esfuerzo en la defensa legítima de sus afiliados, su labor ha trascendido al aporte de propuestas y análisis encaminados a acelerar el progreso y el desarrollo de la nación. Sin embargo, ello no es suficiente en un país que requiere cada vez más y mejores estudios técnicos, que ayuden a enriquecer la calidad del debate sobre las políticas públicas para garantizar que la senda de crecimiento se mantenga estable.

Es por esto que Asobancaria se ha propuesto incrementar su ritmo de publicaciones, incluyendo, aparte de los informes periódicos, libros especializados que aborden distintas temáticas del resorte de nuestra industria. En este propósito, no podíamos comenzar esta nueva etapa de mejor manera que con una obra del reconocido economista colombiano José Antonio Ocampo. En su libro, Una Historia

del Sistema Financiero Colombiano, el autor no solo describe de forma rigurosa la evolución del sistema financiero desde 1951 hasta 2014, sino que evalúa sus principales hitos de una manera en la que solo podría hacerlo alguien que, como él, fue protagonista de esta.

El prólogo estuvo a cargo de uno de los más relevantes hacedores de política económica en el país: el dos veces ministro de Hacienda Roberto Junguito, quien presenta valiosos comentarios y aportes que hacen todavía más robusto el texto.

Para llevar a cabo este proyecto, en Portafolio encontramos un aliado insuperable. Por su objetividad y la oportunidad en la información es reconocido por su aporte al desarrollo económico y social del país. Su contenido económico, de finanzas y negocios, hace que, además, de ser un medio de consulta por parte de inversionistas, empresarios y expertos en temas económicos, se convierta en una herramienta de soporte para la toma de decisiones.

Tanto Asobancaria como Portafolio entienden la importancia de profundizar y dinamizar la divulgación académica e investigativa. Por ello, esta obra, sin duda, será referente obligado para los estudiosos del mundo financiero y de la historia económica de Colombia.

Santiago Castro Gómez
Presidente de Asobancaria

PRÓLOGO

La Asociación Bancaria y el diario Portafolio merecen una sincera felicitación por su iniciativa de encomendar la preparación, presentación y publicación de Una Historia Del Sistema Financiero Colombiano, 1951 - 2014, al reconocido economista e historiador José Antonio Ocampo. Desde el ámbito gremial, ello representa la continuación y consolidación del trayecto que dicha Asociación ha hecho para contribuir al análisis y la formulación de las políticas públicas mediante el debate académico. Al respecto, cabe resaltar que la Asociación Bancaria de Colombia, creada en 1936, fue promotora desde los años setenta de los simposios sobre el mercado de capitales, lo que, junto con las discusiones académicas en las convenciones anuales de la Asociación, han contribuido al conocimiento y diseño de la política monetaria y financiera nacional. Por su parte, Portafolio, como periódico económico, se ha distinguido por hacer un seguimiento diario del sector financiero colombiano y de las variables económicas domésticas e internacionales que lo afectan, como los movimientos de las tasas de interés y las tasas de cambio. Su participación en la iniciativa de publicar este libro es un reconocimiento por parte suya de la importancia y el papel que ha jugado dicho sector en el desarrollo económico del país. La elección de José Anto-

nio Ocampo como autor del trabajo que se presenta en este libro es supremamente acertada, dadas sus virtudes como uno de los más destacados economistas del país y gran historiador económico colombiano. Ocampo se distingue también como profesor académico de primera línea. Además, ha sido un conductor de la política económica colombiana y un permanente evaluador crítico del manejo económico y de las políticas públicas no solo de Colombia sino de América Latina.

Como lo explica José Antonio Ocampo en la introducción al libro, su trabajo se refiere estrictamente al sistema crediticio o de intermediación financiera, que es el núcleo de la actividad financiera. Al respecto, aclara que, aunque muchos autores definen la intermediación financiera como la canalización de recursos de los agentes que tienen excedentes de ahorro hacia los que los necesitan para financiar la inversión, la realidad es que la función principal de los agentes crediticios es intermediar la liquidez para facilitar transacciones comerciales de todo tipo, no intermediar el proceso ahorro-inversión, si bien juega un papel en este último empeño. En la obra también se hace referencia a la evolución del mercado de valores, pero, como lo reconoce el autor, otras importantes actividades financieras como los seguros y las pensiones no han sido sujetos de análisis en este título.

El enfoque conceptual del trabajo es supremamente interesante. Para Ocampo, es imposible escribir una historia financiera sin partir de la evolución macroeconómica del país que es, por lo tanto, la metodología que adopta en este trabajo. Agrega que, a pesar de que la actividad financiera está sujeta a riesgos de tipo microeconómico, como la mala asignación y la concentración del riesgo, sus mayores riesgos son de carácter macroeconómico y, en particular, los que se asumen cuando el crédito se amplía significativamente durante los auges. La relación entre los 'booms' de financiamiento externo y las crisis financieras internas, según Ocampo, ha sido una constante histórica, pese a que también señala que no todos los auges han terminado en crisis, sino solo aquellos que han finalizado con interrupciones súbitas del financiamiento externo. Como se detalla en los diferentes capítulos del libro, esta conexión entre auges de financiamiento y crisis financiera se evidenció durante la Gran Depresión; en los años ochenta, con la crisis de la deuda de América Latina, y a finales de los noventa, como consecuencia de la crisis asiática, que tuvo impacto adverso en la economía colombiana y contribuyó a la crisis financiera de finales de siglo. Más aún, es bien conocido por los historiadores económicos que la primera crisis financiera, ocurrida desde la independencia de América Latina, con impacto adverso en las economías de la región, tuvo origen en el sobreendeudamiento, en aras de financiar la guerra de independencia que registraron los países de América Latina, con los tenedores de bonos ingleses y holandeses. Ello se tradujo años más tarde en el incumplimiento de las obligaciones y en el cierre de los mercados de capitales externos por muchos años.

Luego de describir en cada capítulo el entorno macroeconómico nacional e internacional durante el respectivo periodo de análisis, Ocampo procede a analizar el marco institucional y regulatorio, la evolución del sector financiero, con particular atención en la profundización financiera, los cambios en la estructura y concentración del sector, y la evolución de la cartera del sistema bancario. El autor respalda sus análisis, apreciaciones y la descripción de lo sucedido en los diversos periodos, haciendo referencia a los trabajos de investigación adelantados en Colombia y, ante todo, en una amplia sustentación empírica contenida en cuadros y gráficos. El trabajo está bien escrito, es riguroso desde el punto de vista académico, se encuentra correctamente fundamentado y es, como cabría de esperar, polémico sobre lo sucedido en algunas etapas de la historia económica y financiera colombiana. Constituye, sin duda, una contribución muy importante a la historia económica colombiana y complementa e incluso controvierte la visión de algunos escritos anteriores.

Respecto a la estructura de la obra, se procede a desarrollar la historia del sector financiero colombiano en cuatro grandes capítulos, que cubren periodos claves de la historia económica financiera del país. El primer capítulo, La era de fuerte intervención estatal, 1951 - 1974, cubre desde la reforma financiera de inicios de los años cincuenta hasta finales de la administración Pastrana Borrero. El segundo capítulo, Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero, 1974 - 1990, abarca desde la reforma de 1974, de inicios de la administración López Michelsen hasta finales de la administración Barco y, más concretamente, hasta la etapa previa a la liberalización financiera de 1990, y analiza en profundidad la crisis financiera de mediados de los años ochenta. El tercer capítulo, La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003, estudia el desarrollo financiero de Colombia desde la liberalización comercial y financiera adoptada por la administración Gaviria hasta la denominada 'crisis de fin de siglo', ocurrida a mediados de la administración Pastrana Arango. El cuarto y último capítulo, La gran expansión de la banca privada, 2004 - 2014, cubre lo ocurrido en materia económica y financiera desde la segunda mitad de la primera administración Uribe Vélez hasta lo corrido de la segunda administración Santos Calderón.

El autor caracteriza La era de fuerte intervención estatal en el sector financiero, 1951 - 1974, materia de su primer capítulo, como una etapa de industrialización dirigida por el Estado. Ocampo señala que fue a partir de la década de los cincuenta y, en particular, de la reforma de 1951, cuando se adoptó un esquema estructurado

de intervención en el manejo crediticio. Argumenta que la reforma se cristalizó en una política de crédito dirigido hacia objetivos de desarrollo, en un manejo activo del encaje como instrumento de política monetaria y en una transición hacia un mayor control del Gobierno sobre las actividades del Banco de la República. Esta reforma fue complementada años más tarde con la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963, que eliminó definitivamente la participación de los representantes del sector privado en el manejo de la moneda y el crédito.

Según Ocampo, los tres elementos más importantes durante este periodo fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento. Para el autor, la evolución del sector financiero entre 1950 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, según el autor, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, evidenciado principalmente en el fomento de la banca estatal y la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados. Este capítulo termina con el tema del sistema de ahorro en valor constante Upac, establecido desde 1973 para financiar la vivienda, y analiza su impacto sobre las tasas de interés, el ahorro financiero y la estructura del sector. En términos del cambio o ruptura que este esquema representaba frente a la política vigente, el autor argumenta, desde una perspectiva histórica, en cuáles sentidos esta estrategia representaba continuidad y cambios en relación con la política de fomento hasta entonces imperante.

Sobre el segundo capítulo, Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero, 1974 - 1990, cabe destacar que, según el autor, este fue un periodo de transición entre el modelo de fuerte intervención estatal que prevaleció en la economía y en el sector financiero hasta mediados de los años setenta, y el de mayor libertad para el funcionamiento de los mercados, que finalmente impuso la apertura económica de comienzos de los noventa. La síntesis del autor es que el sistema financiero colombiano, entre 1974 y 1990, estuvo determinado por las primeras medidas de liberalización comercial y financiera adoptadas en 1974 por la administración López Michelsen y de 1979 a 1980 en el periodo de Turbay Ayala, pero más por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta, como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente al cierre del ciclo de análisis. De acuerdo con los resultados de Ocampo, en el conjunto del periodo, la profundización financiera no avanzó de forma significativa, en particular por los retrocesos experimentados durante la crisis financiera de 1982 a 1986. Los principales indicadores de la cartera crediticia (calidad y rentabilidad) se vieron, del mismo modo, fuertemente afectados por la crisis, aunque para finales del periodo ya presentaban una estabilización, acompañada ahora de un fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial.

Finalmente, la desconcentración del sistema y la oficialización (en cierto sentido indeseada) de la banca, fueron, según el autor, los otros fenómenos connaturales a la evolución del sistema crediticio durante este periodo. Según Ocampo, la justificación básica de la reforma de 1974, como las que le sucederían en 1979-1980, fue que la excesiva intervención del Gobierno en la determinación de las tasas de interés y en la asignación del crédito, estaba frenando el desarrollo del sector financiero. Esta fue la etapa en la que el tema de la represión financiera se puso de moda con los trabajos de McKinnon, así como de Gurley y Shaw, que fueron materia de discusión en los simposios del mercado de capitales en la primera mitad de los setenta. Sobre lo ocurrido, entonces, cabe destacar que el autor hace un buen análisis de los factores de auge crediticio y de financiamiento externo privado de finales de los setenta, que precipitaron la crisis financiera de mediados de los ochenta, así como de las medidas de orden macroeconómico y de saneamiento financiero, adoptadas en la administración Betancur para hacer frente a la crisis. Quizás habría sido instructivo profundizar en mayor grado sobre el programa de ajuste adelantado con el esquema de monitoría del Fondo Monetario Internacional, y la importancia de medidas para el sector bancario y corporativo mediante la Resolución 33 de 1984, lo que facilitó cumplir con el servicio de la deuda externa del sector privado en un periodo de escasez de divisas, cierre de los mercados internacionales y devaluación acelerada de la tasa de cambio.

En el capítulo tres, La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003, el autor destaca en su introducción que desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo un impacto directo sobre el sistema financiero, que fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de

descentralización para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la Carta Política. Para Ocampo, lo más significativo de este periodo de auge y crisis fue que, tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano dio virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras que en los años posteriores a la liberalización se presentó una euforia sin precedentes, a finales se produjo una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros, según precisa el autor, se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino también de los rendimientos y calidad de los créditos otorgados. El sector experimentó, además, cambios estructurales profundos y acelerados, en particular el retorno del protagonismo de la banca privada; un acelerado proceso de privatización, matizado por la permanencia de bancos de desarrollo, organizados ahora de forma independiente del banco emisor, y un proceso de concentración que rompió medio siglo de una tendencia a la desconcentración de la actividad crediticia, y que estuvo acompañado, especialmente durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración del sistema financiero, de acuerdo con el libro, tuvo como eje la formación de conglomerados financieros, cuyo papel se profundizó durante el periodo más reciente de la historia financiera del país –al cual se dedica el último capítulo de la obra–. En este, el autor adelanta un excelente análisis de la incidencia de la política macroeconómica, y particularmente de la expansión del gasto público a inicios de la década, y en el auge económico y crediticio que incidió en el posterior colapso financiero, que se conoce como la 'crisis de fin de siglo'. Asimismo, su examen de las causas y medidas para enfrentar la crisis financiera es profundo y convincente. Sin embargo, habría sido útil, en el contexto del capítulo, que el autor hubiera analizado y reflexionado sobre la incidencia que pudo haber tenido en el comportamiento de las variables económicas y en el sector financiero factores como el narcotráfico, la inseguridad interna y la falta de gobernabilidad tanto durante la administración Samper como en la de Pastrana Arango en esos años.

En el capítulo cuatro, La gran expansión de la banca privada, 2004 - 2014, Ocampo concluye que los años posteriores a la crisis de fin del siglo constituyen la fase más exitosa de la banca privada colombiana. No obstante, destaca que no todo ha representado, sin embargo, una edad de oro del desarrollo financiero. La crisis de financiación de vivienda, a su juicio, no ha sido plenamente superada y los problemas de acceso al financiamiento de amplios sectores siguen siendo considerables. La altísima concentración del ramo es un elemento de preocupación y los márgenes de intermediación siguen siendo altos. También señala que hay nuevos retos en materia de regulación, entre ellos los que representan la alta concentración y la inversión en el exterior de los principales grupos financieros. Su resumen para este periodo es que el sistema financiero colombiano ha estado caracterizado por un notable proceso de profundización durante la última década, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque generando una fuerte concentración del sector. Agrega que, debido a los avances en materia regulatoria, el país mostró además fortaleza en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. De igual manera, destaca los avances en materia de extensión de plazos de los créditos durante en el último lustro y de aumento de la bancarización a través de diferentes instrumentos. Para Ocampo, el elemento más negativo ha sido el retraso considerable en la cartera hipotecaria, que no ha superado, 15 años después, los efectos de la crisis de finales del siglo XX. En términos de recomendaciones y de cara al futuro, el autor considera perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. En esta materia, a su juicio, han surgido nuevos retos, asociados a los altos niveles de concentración y la presencia creciente de los grandes conglomerados financieros nacionales en el exterior. Para el autor, subsisten, además, interrogantes sobre el rápido crecimiento del endeudamiento externo en el último lustro y los efectos que puede tener de presentarse una nueva interrupción súbita del financiamiento externo, situación que, en cualquier caso, no parece muy probable en el momento de escribir estas líneas. Así mismo, es indispensable continuar con los programas encaminados a aumentar la bancarización, ya que está demostrado que puede ser un vehículo efectivo para disminuir la pobreza y aumentar el bienestar de la población colombiana. Quizás el tema de la vulnerabilidad de la economía colombiana ante el comportamiento de los precios del petróleo y el impacto del proceso de paz en la economía, particularmente en el sector rural colombiano, y sus interrelaciones con la política monetaria y financiera, habría podido tener tópico de mayor análisis y reflexión en este último capítulo del libro.

No podría terminar este prólogo sin agradecer a la Asociación Bancaria de Colombia el honor que me hace al solicitarme escribir estas líneas sobre este magnífico libro, y sin felicitar, una vez más, a su autor, José Antonio Ocampo, por esta nueva contribución a la literatura económica colombiana. Estoy seguro de que este trabajo va a ser referencia obligada para todos los economistas colombianos en las universidades y por aquellos interesados en entender la historia del sector financiero del país.

Roberto Junguito Bonnet

INTRODUCCIÓN

Este libro presenta una breve historia del sistema financiero colombiano desde la reforma financiera de 1951. Se refiere estrictamente al sistema crediticio o de intermediación financiera, que es, podría decirse, el núcleo de la actividad financiera. Hay otras entidades y actividades que aquí no se cubren, entre ellas las compañías de seguros y los almacenes generales de depósitos, cuya historia se remonta a finales del siglo XIX y comienzos del XX, respectivamente. Tampoco abarca los fondos de pensiones, cesantías y de inversión, que han tenido un desarrollo notorio desde los años noventa del siglo pasado (Uribe, 2013). Además, solo se aborda de manera marginal el papel de las bolsas de valores, que en materia de financiamiento accionario tuvieron un papel en los orígenes de la industrialización colombiana y que han experimen-

tado un auge de mayor alcance en la última década; estos, no obstante, jugaron un rol secundario durante la mayor parte del largo periodo que se analiza aquí, ya que perdieron peso desde mediados del siglo XX, especialmente desde los años setenta (Carrizosa, 1986), excepto como mecanismo de liquidez para diferentes títulos públicos (Certificados de Cambio, Certificados de Abono Tributario y TES).

Muchos autores definen la intermediación financiera como la canalización de recursos de los agentes que tienen excedentes de ahorro hacia los que los necesitan para financiar la inversión. Esta caracterización es incorrecta. La función principal de los agentes crediticios es intermediar *liquidez* para facilitar transacciones comerciales de todo tipo, no intermediar el proceso ahorro-inversión, aunque, sin duda juegan un papel parcial en este último. De hecho, surgieron históricamente para facilitar el comercio y darles liquidez a empresas de gran tamaño, así como para financiar los gobiernos (entre otras cosas para sus actividades bélicas). Con el tiempo, ayudaron también a financiar la inversión, la adquisición de vivienda y el consumo, tanto corriente como duradero.

Para proporcionar liquidez a los agentes que la necesitan, captan en el mercado dinero (cuentas corrientes) y cuasidineros (cuentas de ahorro, a término o bonos). Los segundos se denominan muchas veces 'ahorro financiero', pero los activos que los conforman son totalmente diferentes a lo que constituye el ahorro en el sentido económico del término, que es la decisión de no consumir un ingreso corriente. El llamado ahorro financiero es, además, un acervo, en tanto que el ahorro es un flujo. Gran parte de este último se canaliza directamente al financiamiento de la inversión, sin pasar por una operación crediticia; este es, en particular, el caso del ahorro del Gobierno, de las empresas (utilidades retenidas) o los recursos que los hogares destinan a pagar las cuotas iniciales de sus viviendas, todos los cuales juegan un papel esencial en el financiamiento de la inversión.

La literatura económica le da gran importancia al desarrollo crediticio o financiero (términos que utilizaré como sinónimos en esta obra, con la anotación ya hecha) como facilitador del crecimiento económico. Existe evidencia clara de una fuerte asociación entre el ingreso per cápita de los países y la profundización financiera (los activos o el crédito que conceden los intermediarios financieros como proporción del PIB), así como de una correlación positiva entre profundización financiera y crecimiento económico (véase un tratamiento ya clásico de este tema en Levine, 1998). Como esta literatura no encuentra correlación entre profundización financiera y ahorro o inversión, la explicación básica debe buscarse en la forma como la disponibilidad de crédito facilita la realización de múltiples

actividades comerciales y productivas o, lo que es equivalente, reduce la cantidad de agentes cuyas decisiones no se pueden realizar debido a restricciones de liquidez, y por esta vía incrementa la eficiencia del sistema económico.

El principal riesgo asociado al desarrollo financiero son las fluctuaciones económicas a las que da lugar, ya que es una actividad sujeta a fuertes ciclos de auge y retracción, que en el primer caso pueden resultar en verdaderas euforias y en el segundo, en pánicos. El tratamiento clásico de este tema es el que proporcionó hace varias décadas el gran economista e historiador económico Charles Kindleberger (véase una reedición de su obra clásica en Kindleberger y Aliber, 2005). Reinhart y Rogoff (2009) han suministrado una versión contemporánea.

La razón básica de ello es que la actividad financiera se relaciona con operaciones que involucran el futuro. Como este último es desconocido, son actividades inherentemente riesgosas, y los agentes económicos basan sus decisiones en las expectativas sobre lo que consideran el comportamiento previsible de la actividad económica o, en términos de la actividad financiera, en las expectativas sobre el comportamiento de los agentes a los cuales facilitan sus recursos. El papel de las expectativas en los ciclos financieros y económicos fue, por supuesto, uno de los temas centrales de la revolución keynesiana y la naturaleza de los ciclos que se generan ha sido analizada por muchos autores, pero con particular agudeza por Minsky (1982). Las expectativas se forman, en parte, con base en una evaluación de los 'fundamentales' de la economía, el tema esencial que involucró la contrarrevolución keynesiana con su énfasis en las 'expectativas racionales', aunque también tienen un evidente elemento de franca irracionalidad, como lo ha resaltado con fuerza en épocas contemporáneas Shiller (2015). Existe, en efecto, amplia evidencia de que a lo largo del ciclo los agentes financieros alternan entre el 'apetito por el riesgo' (que incluye un evidente elemento de subestimación de riesgos) y la 'fuga hacia la calidad' (aversión al riesgo), y que las percepciones y expectativas de los agentes se retroalimentan, generando primero un contagio de optimismo y posteriormente uno de pesimismo. Las asimetrías de información que caracterizan los mercados financieros (véase más adelante), el uso de modelos similares de evaluación de riesgos y ciertas prácticas del mercado (el referenciamiento competitivo, en particular, o sea la tendencia de los agentes a comportarse como sus competidores), tienden a acentuar el contagio en ambas fases del ciclo económico.

Los ciclos son más fuertes en el caso de los agentes que el mercado considera más 'riesgosos' y, que, por lo tanto, reciben financiamiento abundante durante los auges, pero experimentan en muchas ocasiones 'interrupciones súbitas' de dicho

financiamiento durante las crisis[1]. Esta es la situación de las economías emergentes y en desarrollo, en los mercados financieros internacionales. Una de las implicaciones más importantes de ello es que los ciclos financieros de estas economías están íntimamente relacionadas con los ciclos de financiamiento internacional, una observación que ha sido corroborada para Colombia por Villar, Salamanca y Murcia (2005); Urrutia, Caballero y Lizarazo (2006) y Ocampo y Romero (2015), entre otros. Esta asociación entre ciclos de financiamiento internacional y los del financiamiento interno y la actividad productiva, así como la que existe entre los ciclos de precios de productos básicos y la actividad económica, son los elementos centrales de lo que he venido a denominar la 'dominancia de la balanza de pagos' en el comportamiento de las economías emergentes (Ocampo, 2015b).

Una de las implicaciones del análisis anterior es que es imposible escribir una historia financiera sin partir de la evolución macroeconómica del país; esta es la metodología que se adopta, por lo tanto, en este trabajo. Otra, con importantes implicaciones de política económica, es que, aunque la actividad financiera está sujeta a riesgos *micro*económicos (mala asignación y concentración del riesgo), sus mayores riesgos son de carácter *macro*económico y, en particular, los que se asumen cuando el crédito se amplía significativamente durante los auges. Por eso, más allá de la necesidad de una buena regulación microeconómica, es esencial contar con apropiada regulación macroprudencial, que debe comprender en particular regulaciones anticíclicas tanto a las operaciones del sistema financiero como a los flujos de capital internacionales. Este concepto se remonta a análisis realizados a comienzos de la década pasada[2], pero solo se insertó firmemente en las prácticas de la política económica como parte de las respuestas a la crisis del Atlántico Norte de 2007 - 2009[3]. Estas normas anticíclicas deben aplicarse de forma complementaria a las regulaciones que establecen el patrimonio, las provisiones y la liquidez que deben mantener los intermediarios financieros, así como las prohibiciones o límites para realizar cierto tipo de operaciones.

Otro problema inherente al sector financiero son las fallas de mercado asociadas a las asimetrías de información, o sea la información muy diferente con la que

1 El término 'interrupciones súbitas' (*sudden stops* en inglés) se debe a Rudiger Dornbusch, en un ensayo escrito en 1994 en relación con la crisis mexicana de entonces (Dornbusch and Werner, 1994), pero ha sido popularizado a raíz de los trabajos de Guillermo Calvo (ver, por ejemplo, Calvo, 1998).

2 Veánse mis contribuciones tempranas a este debate en Ocampo (2003).

3 Este es un término más apropiado que el de crisis financiera internacional porque, aunque sus repercusiones fueron globales, la crisis se concentró en Estados Unidos y Europa Occidental.

cuentan los dos tipos de agentes que se involucran en una transacción financiera, deudores y acreedores (Stiglitz, 2001; Stiglitz y Greenwald, 2003). Debido a la mayor información con la que cuentan los primeros en relación con los segundos, los intermediarios financieros pueden optar por racionar (no otorgar crédito) a agentes sobre los cuales cuentan con poca información, su adquisición es costosa, o simplemente desconfían de ella. Los intermediarios pueden, por supuesto, diseñar sus propios instrumentos para mitigar este problema, el más importante de los cuales es el conocimiento individual de los clientes, especialmente de aquellos con los cuales han trabajado a lo largo del tiempo, pero también registros disponibles sobre la experiencia crediticia de los clientes con el conjunto del sistema financiero.

Las fallas de mercado son particularmente importantes para dos tipos de operaciones: las de largo plazo y las que involucran a pequeños deudores. En el primer caso, el problema se ve acrecentado si los intermediarios financieros manejan en lo fundamental pasivos de corto plazo (cuentas a la vista o depósitos a término de plazos no muy largos). Por eso, los préstamos de largo plazo involucran el riesgo inherente a la transformación de plazos que los intermediarios deben realizar y pueden llevar al racionamiento, o escasa disponibilidad de financiamiento de largo plazo, o a la práctica muy arraigada de manejarlo a través de la rotación más o menos automática de créditos de corto plazo. En este último caso, el problema no desaparece, sino que se desplaza a los deudores y, por el riesgo que involucra para ellos, puede llevarlos a reducir los niveles de inversión. La solución óptima es desarrollar un mercado de títulos financieros de plazos largos que sean la contrapartida de los créditos correspondientes, pero este es un desarrollo que se da con gran rezago y muchas veces de forma incompleta.

En el caso de los pequeños deudores, aparte de los problemas de información, el alto costo de transacciones individuales en relación con el monto de las deudas tiende, además, a elevar las tasas de interés de los préstamos correspondientes (aunque más bajas que las que cobran los usureros a los cuales tendrían que acudir si no consiguen créditos formales). Un problema adicional de acceso es el de contar con servicios financieros en todo el territorio nacional, una función que históricamente asumió una entidad oficial, la Caja Agraria (hoy Banco Agrario), pero que ha sido apoyado en épocas recientes, especialmente en materia de pagos, con nuevos instrumentos como los corresponsales bancarios o transacciones a través de teléfonos celulares.

Debido a estas dos fallas de mercado, la solución que se impuso en el pasado fue una mezcla de tres tipos de acciones: (i) obligar a los intermediarios financieros

a otorgar determinados tipos de crédito que las autoridades económicas consideraban que eran suministrados en forma insuficiente, apoyando dicha obligación con el redescuento de una parte de dichas operaciones en el Banco de la República; (ii) usar al banco central como instrumento de transformación de plazos, bajo el supuesto, obviamente correcto, de que dichos riesgos eran menores para una entidad de alcance nacional y, especialmente, para aquella que tiene la capacidad de crear dinero, y (iii) crear bancos oficiales para proporcionar financiamiento a sectores o agentes que, de acuerdo con las autoridades, no sería suministrado por los intermediarios privados de forma adecuada. Estas regulaciones estuvieron acompañadas de prioridades sectoriales claras que, como veremos, beneficiaron a los sectores agropecuario e industrial, a las exportaciones no tradicionales y a la vivienda de grupos sociales de medianos y bajos ingresos.

Los mecanismos correspondientes de crédito dirigido e inversiones forzosas constituyeron la etapa que los críticos vinieron a denominar con el término, claramente peyorativo, de 'represión financiera', es decir, de fuerte intervención estatal, que de acuerdo con estas críticas impedían el desarrollo del sector. Uno de los elementos centrales de la historia financiera es, por lo tanto, la del surgimiento de múltiples formas de intervención estatal, así como de su desmantelamiento posterior para permitir un espacio más amplio a las actividades de los agentes privados. Esta es también una historia de creación de bancos oficiales y su posterior privatización. En el caso colombiano, se entrelaza, a su vez, con la transición del modelo de intermediarios financieros especializados que impuso la Misión Kemmerer en 1923 y con el surgimiento desde los años noventa de la multibanca, organizada, en gran medida, en torno a conglomerados financieros. Como las viejas formas de intervención exigieron que el Banco de la República ejerciera tanto funciones de banco central como de fomento, es también la historia de cómo se separaron eventualmente dichas funciones, aunque manteniendo algunas instituciones de fomento organizadas como bancos de desarrollo de segundo piso (de redescuento).

La liberalización financiera hizo evidente los fuertes ciclos que generan los sectores financieros privados y las crisis financieras a las cuales pueden dar lugar y, por lo tanto, que algunas restricciones a la actividad eran más necesarias para la estabilidad del sector de lo creían los defensores de la apertura. Puede decirse que una de las virtudes de la 'represión financiera' es que era mucho menos vulnerable a este problema, una observación que hizo evidente Díaz-Alejandro (1985) en el título de uno de sus ensayos más lúcidos, referido a la crisis financiera de las economías del Cono Sur a comienzos de los años ochenta: 'Adiós represión financiera, hola colapso financiero' (*Good-bye financial repression, hello financial crash*). Por eso, al mismo tiempo que se redujo la 'carga regulatoria' asociada al crédito dirigido y los altos encajes (para utilizar el término de Carrasquilla y Zárate, 2002), tuvo que desarrollarse una nueva carga regulatoria de carácter más indirecto para evitar las crisis, que abarcara regulaciones más estrictas en términos de patrimonio (que en las visiones tradicionales de regulación deben cubrir las pérdidas inesperadas de las entidades), provisiones (para cubrir las pérdidas esperadas) y liquidez de los intermediarios financieros, y que pueden incluir también prohibiciones o límites para realizar cierto tipo de operaciones. En el caso colombiano, por ejemplo, existen límites de vieja data a la posición propia en monedas extranjeras que pueden mantener los intermediarios. También tuvieron que desarrollarse mecanismos para financiar el costo de los rescates de los sistemas financieros durante las crisis.

* * * * *

La historia que se cuenta aquí está, por lo tanto, atravesada por seis temas interrelacionados: la profundización financiera, los ciclos financieros y su relación con los macroeconómicos, la canalización de crédito a sectores priorizados, la estructura de plazos, el acceso al financiamiento y la evolución de las normas regulatorias. He dividido esta historia en cuatro grandes fases, que se elaboran en sendos capítulos, en los cuales se discute primero el contexto macroeconómico, seguido por el análisis de los cambios institucionales y, finalmente, las características más destacadas del desarrollo de las entidades crediticias.

La primera etapa abarca desde la reforma financiera de 1951 (aunque con sus antecedentes, que se remontan a los años treinta) hasta la primera liberalización, la de 1974. Una alternativa hubiese sido cerrar el capítulo con la creación del sistema Upac. Sin embargo, como se explica en el capítulo, este sistema tuvo tanto elementos de continuidad como de discontinuidad con el régimen previo. El segundo capítulo cubre desde la reforma de 1974 hasta la antesala de la de 1990. El tercero comprende desde la liberalización más radical de comienzos de los años noventa hasta la fuerte crisis de finales del siglo XX. La cuarta se refiere a la gran expansión de la banca privada durante la última década.

Es útil tener como referencia dos grandes fotografías de largo plazo del desarrollo del sector. La primera es la del avance de la profundización financiera a lo largo de casi un siglo. La serie correspondiente, que se presenta en la parte superior del gráfico 0.1 (pág. 23), muestra la proporción de los activos que manejan los intermediaros como proporción del Producto Interno Bruto (PIB). Esta serie de activos se prefiere en este libro a la de colocaciones o de cartera,

porque ha sido posible reconstruirla para todos los agentes crediticios, en tanto que las series usadas en estudios anteriores de colocaciones excluyen algunos bancos públicos (la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario) durante una gran parte del periodo[4].

Como lo indica este gráfico, la profundización financiera avanzó sustancialmente, tanto durante el periodo de 'represión' como en los de liberalización financiera: 25 puntos del PIB en el primer caso (de 17,5% en 1950 a 42,8% en 1974) y 31 puntos en el segundo (al 73,6% en 2014); si se mira en términos de la cartera neta del sistema, los registros correspondientes fueron 11,5% del PIB en 1950, 26,1% en 1974 y 40,8% en 2014. En el caso de los activos, el crecimiento fue más acentuado en términos relativos en el primer periodo, pero más fuerte en términos absolutos en el segundo. En el caso de la cartera neta, el crecimiento fue nuevamente más rápido en términos relativos en el primer periodo y muy similar en ambos. Lo que estas observaciones indican es que una proporción más alta de los activos tendió a prestarse en el primero en relación con el segundo periodo (64,4% en 1950-1974 versus 52,4% en 1975-2014 y una proporción ligeramente más baja si solo se contabiliza desde las reformas de comienzos de los noventa).

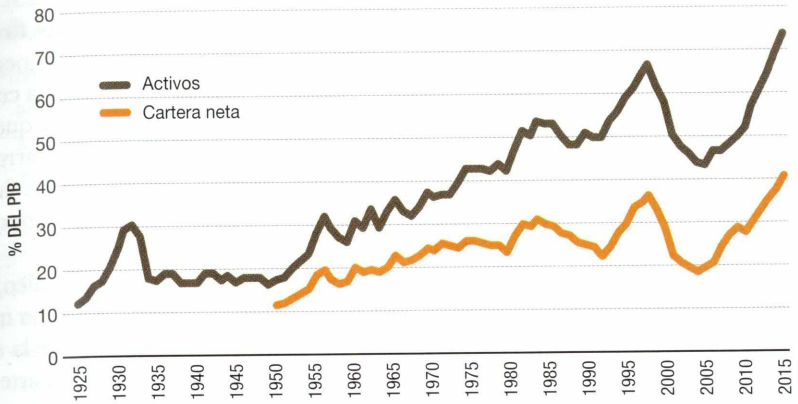
No es cierta, por lo tanto, la apreciación de Urrutia, Caballero y Lizarazo (2006) según la cual la excesiva intervención estatal bloqueó la profundización financiera. Más bien, la logró a través de la creación de un conjunto creciente de entidades especializadas, primero bancos oficiales y posteriormente nuevos tipos de agentes privados (corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda). Durante la fase más reciente de liberalización, el aumento de la profundización terminó descansando sobre la consolidación de un tipo de intermediario: los (multi) bancos privados. Uno de sus resultados fue la mayor concentración del sector financiero, en contra de las tendencias que prevalecieron hasta relativamente tarde (mediados de los años noventa).

Una característica adicional de las distintas etapas de desarrollo financiero se refiere a la importancia de los diferentes pasivos del sistema. Durante la primera etapa predominaron las captaciones de cuentas corrientes, que hacen parte del

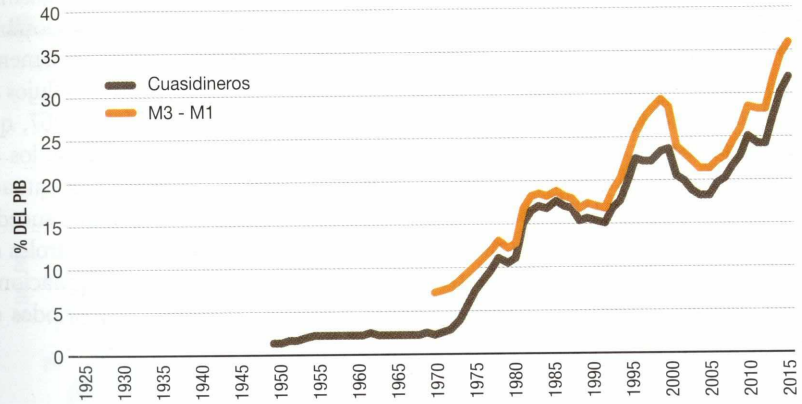
4 Este es un problema de las series de la Asociación Bancaria hasta 1988, que ha sido posible corregir para los activos gracias a los datos que me facilitó Mauricio Avella. Dicho sea de paso, implica que algunos de los escritos que han utilizado las series tradicionales de la Asociación (muy especialmente Urrutia, Caballero y Lizarazo, 2006) tienen errores asociados a este problema. Como ha sido imposible reconstruir las series de colocaciones o cartera neta para todos los años, solo se analizan para los dos periodos más recientes en este trabajo.

GRÁFICO 0. 1 | Profundización financiera y cuasidineros

A. Activos del sistema financiero como % del PIB



B. Cuasidineros como % del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA Y EL BANCO DE LA REPÚBLICA. LA CARTERA NETA HA SIDO REESTIMADA PARA 1988 Y EXCLUYE AL BCH EN 1989-1994. LOS CUASIDINEROS INCLUYEN CUENTAS DE AHORRO Y CDTS, EN PESOS O EN UPAC. M3-M1 INCLUYE TAMBIÉN OTROS PASIVOS NO SUJETOS A ENCAJE (BONOS, DEPÓSITOS FIDUCIARIOS Y REPOS CON EL SECTOR REAL).

dinero, en tanto que los cuasidineros tuvieron muy escaso desarrollo, especialmente por los escasos rendimientos que se ofrecían: el principal tipo de cuasidinero de la época, las cuentas de ahorro. Pero también del desarrollo insuficiente de otros (las cédulas hipotecarias y los bonos) (véase la parte inferior del gráfico 0.1, pág. 23). La contrapartida de ello fue que hasta los años sesenta los portafolios privados tuvieron un peso predominante de propiedad accionaria (Carrizosa, 1986). El despegue de los cuasidineros tuvo lugar en los años setenta y estuvo asociado tanto a la creación del sistema Upac como al inicio del cuarto de siglo de inflación inercial, que se inició en 1973 y que redujo sustancialmente la demanda de dinero[5]. El desarrollo y la diversificación de los cuasidineros es una característica notable de las fases posteriores de liberalización financiera, y de hecho uno de sus objetivos básicos que impusieron las autoridades en los procesos de reforma correspondientes.

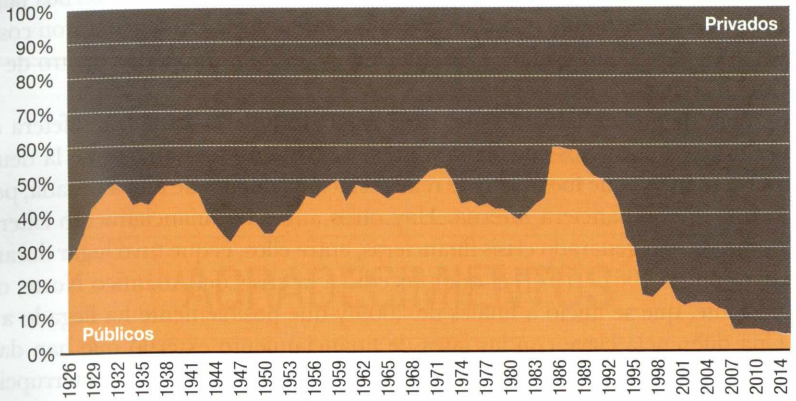
Otra característica, que corresponde al comportamiento macroeconómico, es el fuerte patrón cíclico al cual ha estado sujeto el sector. Este ha sido mucho más acentuado después de las liberalizaciones financieras de lo que fue durante la era de fuerte intervención estatal en el sector, particularmente en el caso de la cartera, como muestra claramente la parte superior del gráfico 0.1[6], (pág. 23). Como ya se anotó, este comportamiento está asociado en gran medida a fuertes ciclos de financiamiento internacional. En esta materia son claves, por supuesto, las decisiones sobre permitir o no que la abundancia de financiamiento externo se transmita internamente, así como la magnitud de las reservas internacionales disponibles para moderar las fases de contracción correspondientes. Por eso, otro elemento de 'represión financiera', los controles de cambios y, especialmente, a los flujos de capital, entre los que se destaca en Colombia el Decreto Ley 444 de 1967, que contribuyó históricamente a la estabilidad financiera. La transmisión de los ciclos de financiamiento internacional ha sido, por lo tanto, mucho más acentuada durante los periodos de liberalización financiera y, especialmente, el que sucedió a la de comienzos de los años noventa, cuando se desmontaron los controles de cambio y se liberalizaron los flujos de capital, aunque sujetándolos a regulaciones (especialmente encajes al endeudamiento externo) durante algunos periodos de abundancia de capitales externos.

5 Cabe decir que, debido a la reducción de la demanda de dinero, en una primera fase, el aumento de los cuasidineros fue, en parte, una sustitución de cuentas no remuneradas por remuneradas, más que una verdadera profundización financiera.

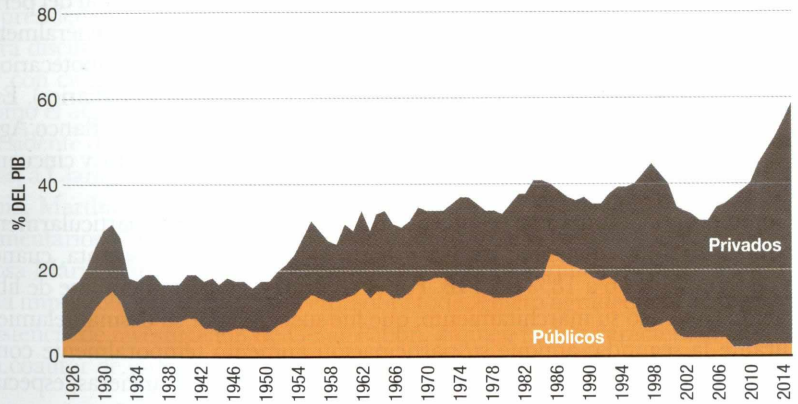
6 En particular, la desviación estándar de la relación cartera neta a activos fue de 5,1% en 1975 - 2014 versus 2,8% en 1950 - 1974.

GRÁFICO 0. 2 | Composición del sistema bancario por activos: entidades públicas vs. privadas

A. Composición del sistema bancario



B. Activos de entidades públicas y privadas como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

Tres auges de financiamiento externo han terminado en crisis financieras internas: a comienzos de los años treinta (antes de nuestro periodo de análisis), a mediados de los ochenta y a finales de los noventa. Las tres requirieron una compleja intervención del Estado, que fue diferente en cada caso. La de los años treinta coincidió con una moratoria de la deuda externa, que incluyó la que habían adquirido los bancos hipotecarios y por ello los acreedores externos pagaron los costos correspondientes. Las dos más contemporáneas sí generaron costos importantes para la autoridades aunque, como veremos, modestos dentro de los patrones internacionales.

El auge de endeudamiento que tuvo lugar durante la bonanza cafetera del primer lustro de los años cincuenta, también terminó en una crisis de la deuda externa comercial, que fue objeto de renegociación a finales de dicha década, pero no en una crisis financiera interna. Hay otros auges de financiamiento externo que tampoco han generado crisis financieras, entre ellos, el que tuvo lugar durante la expansión de 1967 - 1974, el que precedió a la crisis del Atlántico Norte, o el más reciente, que se inició a finales de 2009 y que posiblemente ha llegado a su fin. Una diferencia clave con las fases de financiamiento externo que han dado lugar a crisis es que ninguno de estos episodios ha terminado en una interrupción súbita del financiamiento externo; de hecho, algunos han sido sucedidos por un nuevo auge.

La segunda fotografía de larga duración que quiero mostrar en esta introducción es la importancia variable de la banca oficial, que se muestra en el gráfico 0.2 (pág. 25). Desde finales de los años veinte del siglo pasado, hasta el final del periodo de fuerte intervención estatal, los bancos oficiales concentraron generalmente entre el 40 y el 50% de los activos bancarios (incluyendo los bancos hipotecarios y corporaciones de ahorro y vivienda, pero excluyendo otros intermediarios). Esto se debe a la secuencia de bancos oficiales creados en los años veinte (Banco Agrícola Hipotecario), treinta (Caja Agraria y Banco Central Hipotecario) y cincuenta (Bancos Popular, Cafetero y Ganadero).

Como proporción del PIB, el ascenso de la banca oficial fue particularmente notorio en los años cincuenta, sesenta y hasta comienzos de los setenta, cuando pasó de representar 6 a 18% del PIB. Por el contrario, en la primera fase de liberalización comenzó su marchitamiento, que fue sucedida por su desmantelamiento durante la segunda, aunque su participación aumentó temporalmente como resultado de las oficializaciones realizadas durante las crisis financieras, especialmente la de los ochenta, cuando se oficializó el intermediario privado más grande de la época, el Banco de Colombia. Subsistió una entidad oficial de primer piso, el Banco Agrario, pero también una red de bancos de desarrollo de segundo piso (cuyos activos no se incluyen el gráfico 0.2, pág. 25). La subsistencia de esa red es una característica particular de la liberalización financiera colombiana, aunque constituida como entidades separadas de las operaciones del Banco de la República, cuyas actividades se concentraron exclusivamente en las de banca central desde la Constitución de 1991.

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer a los presidente y vicepresidente técnico de la Asobancaria, Santiago Castro y Jonathan Malagón, por haberme solicitado escribir esta obra, como parte de las celebraciones de los cincuenta años de la Convención Bancaria. También agradezco al superintendente Financiero, Gerardo Hernández, y a la presidenta de Fogafín, María Inés Agudelo, por el tiempo que me dedicaron para discutir los temas de sus carteras. A Juan Carlos Jaramillo por leer y comentar con cuidado los borradores, y a Roberto Junguito, exministro y protagonista (como el autor de estas líneas) de parte de esta historia. A Diego Fernando Prieto, presidente del Banco Caja Social; a Mauricio Avella, gran historiador de estos temas; a Clark Junior Grange, analista de asuntos corporativos de Fogafín, a Carlos Ruiz, Martha Rodríguez y otros funcionarios de la Asociación Bancaria por los comentarios y la información que me suministraron. Igualmente, a Ricardo Ávila, Rosa María Cárdenas y todo el equipo de Portafolio, quienes contribuyeron con una impecable labor editorial. Pero, sobre todo, quiero agradecer la incomparable asistencia de investigación de César Pabón, a quien puedo caracterizar casi como un coautor de esta obra.

CAPÍTULO I

LA ERA DE FUERTE INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL SECTOR FINANCIERO, 1951 - 1974

El periodo que cubre este capítulo estuvo marcado por la consolidación del intervencionismo estatal tanto en el sistema financiero como en la economía en general. Aunque ya desde los años treinta del siglo pasado, el Estado colombiano había comenzado a intervenir de forma cada vez más activa en el sistema financiero, fue a partir de la década de los cincuenta y, en particular, de la reforma de 1951, que se adoptó un esquema estructurado de intervención en el manejo crediticio. Este esquema hizo parte de una estrategia más amplia de desarrollo, que se puede caracterizar como de industrialización dirigida por el Estado. El poder regulador del Estado sobre la actividad crediticia se perfeccionó durante la década de los sesenta, cuando se pusieron en marcha los fondos de fomento (o fondos financieros, pero aquí preferiré el término 'de fomento'), pero se fue diluyendo para finales del periodo de análisis, cuando se empezaron a tomar medidas para superar lo que en los debates económicos se vino a denominar la 'represión financiera'. La creación del sistema Upac

a comienzos de los setenta, representó una transición entre las viejas y emergentes visiones del papel del sector financiero en el desarrollo.

Este capítulo analiza el conjunto de transformaciones que experimentó el sistema financiero durante estos años. La primera sección presenta un panorama general de la política y el comportamiento macroeconómico colombiano, así como el contexto internacional sobre el cual se desarrollaron. La segunda enfoca su atención en los cambios institucionales del sistema financiero, con especial énfasis en la reforma de 1951, la creación y el desarrollo de la banca oficial y los fondos de fomento, y la creación de nuevos tipos de intermediarios crediticios dentro de un modelo de banca especializada. Finalmente, la tercera sección reseña la evolución del sistema financiero, destacando la incidencia que tuvieron sobre el sector tanto los vaivenes de la economía colombiana como los virajes institucionales.

1. LA INDUSTRIALIZACIÓN DIRIGIDA POR EL ESTADO

Tras la transición que representaron la Gran Depresión de los años treinta y la Segunda Guerra Mundial, el país dio un giro radical en materia de estrategia de desarrollo, abandonando el modelo orientado a la producción de productos básicos para el mercado mundial, en el que se había embarcado desde mediados del siglo XIX[1] (con matices proteccionistas en algunas etapas, especialmente durante la Regeneración de finales del siglo XIX y el gobierno de Rafael Reyes a comienzos del XX). De acuerdo con las nuevas orientaciones, la industrialización se convirtió en la piedra angular del desarrollo económico. Este modelo, que había surgido por la fuerza de los choques externos adversos de comienzos de los años treinta, más que por verdaderas visiones del desarrollo económico, se hizo cada vez más presente a lo largo de la República Liberal, hasta el punto de volverse una verdadera ideología nacional hacia finales de dicho periodo.

Este proceso de transformación no fue un fenómeno aislado de nuestro país, sino que, por el contrario, obedeció a un viraje institucional que tuvo lugar en toda América Latina, hacia lo que Cárdenas, Ocampo y Thorp (2003), y Bértola y Ocampo (2013) han denominado la 'industrialización dirigida por el Estado', y que fue promovida por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas (Cepal), con Raúl Prebisch como su principal exponente. Hizo, además, parte de una concepción más intervencionista en materia de política económica a nivel mundial, que se hizo evidente con la revolución keynesiana en el pensamiento económico durante los años treinta; el surgimiento en los cuarenta de una nueva rama del pensamiento económico, la teoría del desarrollo, que le dio un papel protagónico a la industrialización como motor del desarrollo; la consolidación de las visiones sobre el Estado de Bienestar, y la difusión de distintas formas de planeación a lo largo y ancho del mundo, que abarcaron desde la planeación indicativa de Europa Occidental hasta la central introducida por la Revolución Rusa.

En términos generales, el nuevo modelo de desarrollo colombiano y latinoamericano tuvo como eje central la producción industrial para el mercado interno, que se apoyó en parte en la sustitución progresiva de las importaciones, principalmente de bienes industriales aunque también agrícolas. Esta estrategia fue, sin embargo, más allá del fomento de la industria manufacturera y de la sustitución de importaciones, por lo cual el concepto tradicional de 'industrialización por sustitución de importaciones' no capta sino uno de los elementos del modelo, y no necesariamente el más importante. De hecho, involucró también (y de manera notoria en Colombia) la modernización del sector agropecuario, el desarrollo de la infraestructura y los servicios modernos a cargo del Estado, y una importante transformación de la política social (Ocampo *et al.*, 2015). Entre los elementos característicos de este modelo se deben incluir la regulación de la actividad económica, mediante la intervención en el sector externo; la activa intervención en la regulación tanto de la moneda como del crédito, y la política de fomento crediticio dirigida a la promoción de los sectores agropecuario e industrial.

Una de las características más destacadas de la política macroeconómica colombiana hasta 1967 fue la serie de ciclos cortos de 'pare y siga', es decir de freno y expansión de la actividad económica. Aunque estos ciclos estuvieron asociados en parte a factores internos en los primeros años de la posguerra, incluso algunos de carácter político (el asesinato de Jorge Eliécer Gaitán el 9 de abril de 1948, y el Bogotazo y La Violencia a la cual dio lugar), sus elementos determinantes fueron externos: la demanda represada de importaciones que se acumuló durante los años de racionamiento en los países desarrollados durante la Segunda Guerra Mundial y, posteriormente, las fluctuaciones del precio externo del café y las medidas adoptadas por parte de las autoridades económicas para sobrellevarlas (Ocampo, 1989). En este contexto, las fases de crecimiento tendían a generar rápidamente déficits externos, que obligaban al gobierno a adoptar, primero, un control estricto sobre las importaciones y, segundo, en ocasiones bajo la presión del Fondo Monetario Internacional, un programa de estabilización, que incluía una mayor austeridad fiscal y monetaria, y una devaluación de la moneda. El resultado neto de estas medidas

1 Por supuesto, este modelo tenía precedentes en el periodo colonial, durante el cual el elemento dominante fue la producción aurífera.

se puede evidenciar tanto en el dinamismo de la economía colombiana como en su nivel de inflación, generando años de rápida expansión seguidos por otros de ajuste macroeconómico, crecimiento económico relativamente lento y, curiosamente, aceleración de la inflación, en la medida que la devaluación del tipo de cambio tenía efectos sensibles sobre los precios internos (Gráfico I.1, pág. 33).

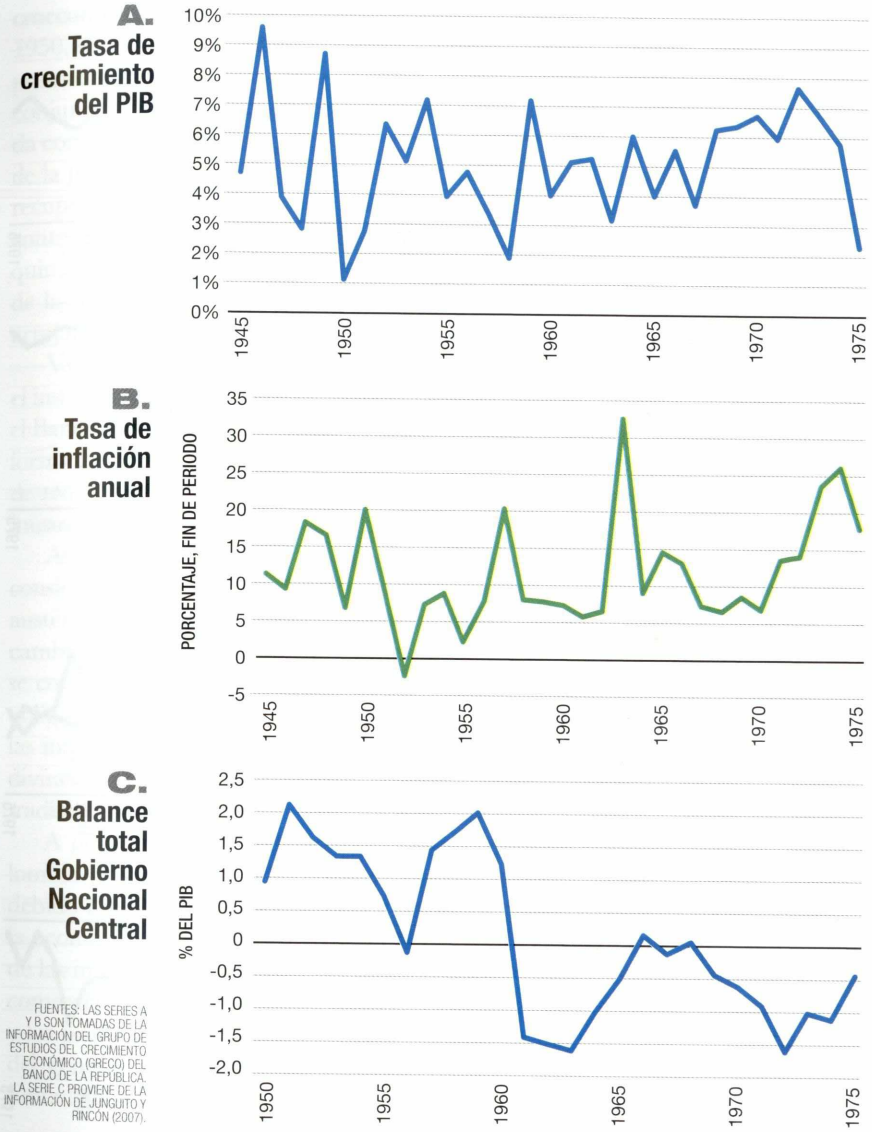
Los primeros años de la posguerra estuvieron marcados por la ya mencionada demanda represada de importaciones, que dio lugar a un fuerte aumento de las mismas. Pese al aumento de los precios del café y a la mejoría consecuente de los términos de intercambio, ello dio lugar a un deterioro en el balance en cuenta corriente y pérdida acelerada de las reservas acumuladas durante la Guerra (Gráfico I.2, pág. 34). Estos eventos dieron lugar a la primera devaluación de la posguerra, de $1,75 a $1,95 por dólar en diciembre de 1948, y a la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas paralelo que benefició las exportaciones no tradicionales[2].

Estos desarrollos se entrelazaron con eventos de carácter interno durante estos años y, especialmente, con los acontecimientos de carácter político. La fuerte política expansiva adoptada en 1948, en no poca medida para manejar los efectos de el Bogotazo, dio lugar a una recuperación del crecimiento económico en 1949 pero también a una aceleración de la inflación (en parte también por problemas en la oferta agrícola), que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio lugar a las medidas de austeridad acordadas con los bancos como 'pacto de caballeros', en septiembre de dicho año. Dichas medidas frenaron en seco el crecimiento del crédito (Meisel, 1990). El resultado de la fuerte contracción monetaria fue una desaceleración económica y una disminución en el ritmo de inflación, que incluso se tradujeron en una ligera deflación en 1952. Como parte de las medidas de ajuste, y para contrarrestar la fuerte revaluación real acumulada durante estos años de fuerte inflación, el paquete de medidas incorporó una nueva devaluación en marzo de 1951 (de $1,95 a $2,50), que suspendió, sin embargo, el funcionamiento del mercado paralelo de divisas.

Las medidas adoptadas entonces incluyeron también reformas más estructurales, entre ellas la primera reforma arancelaria de la posguerra, que concibió un sistema mixto de aranceles específicos y ad valorem, al tiempo que elevó considerablemente los niveles de protección. Aunque el debate se había iniciado con anterioridad, la reforma financiera de 1951, a la que me referiré extensamente en la sección siguiente, hizo parte también de este paquete de políticas.

2 La historia cambiaria de Colombia desde estos años está contada de gran manera en Wiesner (1978).

GRÁFICO I. 1 | **Crecimiento, inflación, déficit fiscal**

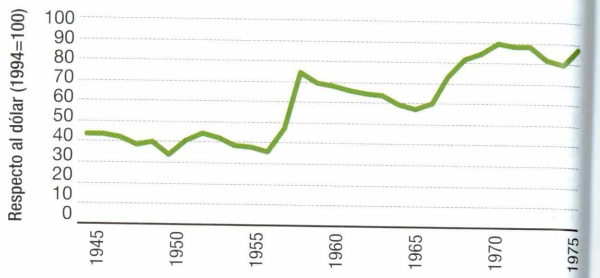


FUENTES: LAS SERIES A Y B SON TOMADAS DE LA INFORMACIÓN DEL GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA. LA SERIE C PROVIENE DE LA INFORMACIÓN DE JUNGUITO Y RINCÓN (2007).

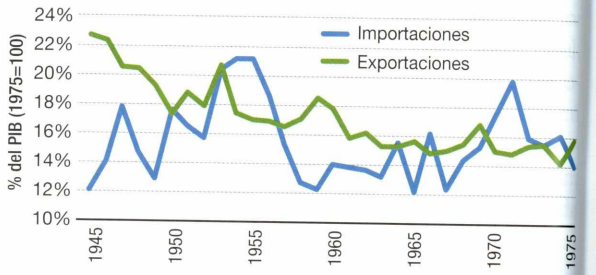
GRÁFICO I. 2 | Principales variables del sector externo

A. Términos de intercambio

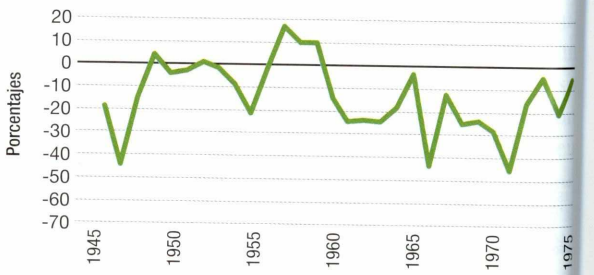
B. Tipo de cambio real



C. Grado de apertura



D. Balance en cuenta corriente como proporción de las exportaciones



FUENTES:
A) GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
B) GRECO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CEPAL Y BANCO DE LA REPÚBLICA
D) BANCO DE LA REPÚBLICA

Gracias a los fuertes incrementos de los precios del café, que llevaron los términos de intercambio a niveles similares a los de los años veinte, la política macroeconómica se pudo relajar en los años siguientes. Desde el piso de 1,1% en 1950, el crecimiento económico alcanzó un nuevo pico en 1954, del 7,2%, y un promedio de 6,2% entre 1951 y 1954. El extraordinario ingreso de divisas, en conjunto con la creciente demanda interna, estimularon la inversión, tanto privada como pública, lo que generó uno de los niveles más altos de la tasa de inversión de la historia del país. Esto fue posible por el aumento de los precios del café y la recuperación de las reservas internacionales, que permitieron relajar el estricto control a las importaciones; ello facilitó, en particular la compra externa de maquinaria y equipo. Sin embargo, y debido, 'curiosamente', a la fuerte reacción de las importaciones, la balanza en cuenta corriente con el exterior comenzó a arrojar déficits crecientes en medio del auge.

Vale anotar que los encajes fueron utilizados por primera vez en esos años como el instrumento más importante de política monetaria. De hecho, entre 1951 y 1953, el Banco de la República, haciendo uso de sus nuevas funciones otorgadas por la reforma financiera, decidió adoptar algunas medidas de relevancia en cuanto a cupos de redescuento, depósitos previos y encajes. Esto, con el propósito de aminorar el inusual crecimiento de la cartera de los bancos comerciales (Avella, 2007).

Ante el descenso de los precios del café y la reaparición de un déficit externo considerable, en la segunda mitad de los cincuenta se inició una nueva fase de austeridad. De hecho, esta destorcida cafetera se convirtió en una de las crisis cambiarias más severas de la historia del país. Algunas de las medidas de ajuste se comenzaron a adoptar en medio del auge. Así, el general Rojas Pinilla se vio obligado a disminuir paulatinamente el gasto público, a reimplantar controles a las importaciones a finales de 1954 y a restablecer un mercado libre paralelo de divisas a principios de 1955. Esto para beneficiar de nuevo las exportaciones no tradicionales.

A pesar de estas medidas, el deterioro continuó y afectó el acceso de Colombia a los mercados internacionales (principalmente créditos comerciales), debido a la persistente caída de los términos de intercambio. Sus efectos sobre la economía nacional fueron un menor crecimiento económico, la paralización de las importaciones hacia 1957, acumulación de atrasos en el pago de la deuda comercial y un incipiente desajuste fiscal. La mezcla entre el malestar económico y los problemas más severos de índole político confluyeron en el derrocamiento del general Rojas Pinilla en mayo de 1957 y su sustitución temporal por una Junta Militar.

La Junta acentuó el programa de ajuste, al imponer controles más estrictos a las importaciones y realizar la devaluación más fuerte de la historia colombiana (de $2,50 a unos $6,70), a través de un sistema de certificados de cambio libremente negociables. Como lo indica el gráfico I.2 (pág. 34), esta devaluación tuvo un efecto permanente, hasta el final de nuestro periodo de análisis. A ello se agregó el Plan Vallejo, que facultó a los exportadores para traer los insumos necesarios libres de derechos de importación. Esta medida, en conjunto con la facultad de los exportadores de productos diferentes al café y al petróleo de vender sus divisas en el mercado libre, y con los incentivos tributarios que se otorgaron en 1960, dio pasó a una nueva política: la de fortalecimiento de lo que se vino a denominar 'las exportaciones menores' (no tradicionales)[3]. El estrangulamiento externo sirvió, a su vez, como justificación para un programa de industrialización más agresivo y el perfeccionamiento de los mecanismos de intervención creados en fases anteriores.

En agosto de 1958 se protocolizó el inicio del Frente Nacional, que puso en marcha una ola de reformas, entre ellas la puesta en marcha de mecanismos permanentes de planeación, la adopción de una legislación laboral más protectora de los trabajadores, la reforma agraria y una expansión considerable del gasto público social. Todo ello se hizo, además, en el marco de los programas de la Alianza para el Progreso, que impulsó la administración Kennedy en Estados Unidos y, por lo tanto, que contó con un apoyo importante de la Agencia para el Desarrollo de dicho país (Usaid). También participaron los bancos multilaterales de desarrollo (el Mundial y el nuevo Banco Interamericano).

Como parte de la creciente agenda social, pero rompiendo con los esfuerzos de ajuste que se habían adoptado en años anteriores, el primer gobierno del Frente Nacional, bajo Lleras Camargo, emprendió un programa fiscal expansionista, así como una reforma tributaria, la de 1960, que creó una gran variedad de incentivos para el desarrollo de la industria. En el frente monetario, sin embargo, cuando reaparecieron las presiones inflacionarias en 1958, el Banco de la República decidió incrementar los encajes y estableció temporalmente (hasta 1960) uno marginal del 100%. Además, en el año 1960, el Banco comenzó a experimentar con minidevaluaciones del certificado de cambio, pero la oposición a esa política se tradujo en su suspensión y la fijación del tipo de cambio en $6,70 por dólar. Aunque la economía retornó a tasas de crecimiento aceptables (5,4% en 1958-1962), el sector externo y las finanzas públicas se deterioraron rápidamente (Gráficos I.1 y I.2, págs. 33 y 34).

3 El tratamiento ya clásico de la política externa durante el periodo que analizamos es Díaz-Alejandro (2003). Esta es la traducción tardía de una obra publicada en inglés en 1976.

Al iniciarse la administración Valencia, en 1962, los signos de crisis eran evidentes. Esto obligó al Gobierno Nacional a emprender de nuevo un programa de ajuste. En noviembre de ese año, se llevó a cabo una devaluación que elevó la tasa de cambio a $9 por dólar. Sin embargo, el impacto de la devaluación, sumado a la escasez de alimentos y el alza de salarios, aceleró fuertemente la inflación en 1963, eliminando así el efecto real de la misma.

Como resultado de ello, las medidas de control de importaciones tuvieron que acentuarse. Con el propósito de estabilizar la situación, el Banco de la República intentó regular, sin gran éxito, el mercado libre de divisas entre enero de 1963 y octubre de 1964. La política monetaria tendió, por un lado, a la reducción y posterior eliminación del encaje marginal (reintroducido en 1962) y, por el otro, al aumento en los niveles del encaje ordinario. Adicionalmente, presionado por los organismos internacionales, en septiembre de 1965 creó una tasa de cambio intermedia de $13,50 y desmontó los controles a las importaciones. El resultado de estas políticas, aunado a la reducción en el precio del café y la revaluación del peso, fue un verdadero colapso externo en 1966, que heredó la administración Lleras Restrepo.

A pesar de los malos vientos de la economía colombiana, la administración Lleras Restrepo implementó un viraje de política económica, que permitió no solo enfrentar la crisis externa sino abrir paso a la expansión económica más rápida de la posguerra. Particularmente, la política cambiaria adoptada por esta administración incluyó tres elementos fundamentales. El primero, y tal vez la innovación más importante, fue el establecimiento de un régimen cambiario de minidevaluaciones (*crawling peg*, de acuerdo con su denominación internacional), que intentó dar fin a las dramáticas devaluaciones y desequilibrios cambiarios que se presentaban con el régimen de tasa de cambio fija. En segundo término, eliminó el mercado libre de divisas y estableció un rígido control sobre los flujos de capital con el exterior. En tercer lugar, se unificaron gradualmente las múltiples tasas de cambio que habían existido hasta entonces.

Complementando lo anterior, el Decreto Ley 444 de 1967 estableció un régimen estable de promoción de exportaciones, que amplió el Plan Vallejo, creó el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo), el cual ofrecía tanto financiamiento como otros mecanismos de promoción a las empresas exportadoras, y que transformó las ventajas tributarias y la tasa de cambio preferencial de las que habían disfrutado hasta entonces las exportaciones no tradicionales, en un Certificado de Abono Tributario (CAT), libre de impuestos. De esta manera, en el marco de la bonanza que experimentó la economía mundial en estos años y de la puesta en marcha del Pacto Andino (véase más adelante), estas medidas permitie-

ron un crecimiento acelerado de las exportaciones no tradicionales, especialmente las manufactureras.

Como se venía perfilando desde la fase anterior, el fomento a las exportaciones surgió como complemento y no como sustituto de la protección a la industria nacional. No obstante, los estrictos controles característicos de los años de escasez de divisas se atenuaron y durante la administración Pastrana Borrero comenzaron a reducirse algunos aranceles excesivos. Esto último se llevó a cabo, por primera vez, la facultad concedida al Presidente de la República la Reforma Constitucional de 1968 al presidente de la República de regular el comercio exterior del país.

La política de protección adquirió un nuevo carácter al firmarse el Acuerdo de Cartagena, en 1969, que dio nacimiento al Pacto Andino, cuyo propósito principal fue transitar hacia una nueva etapa de industrialización basada en un mercado ampliado. Esta nueva estrategia incluía la planeación del desarrollo de las industrias básicas en un contexto regional, la eliminación gradual de las trabas al comercio exterior entre los países miembros y el establecimiento gradual de una unión aduanera. A ello se agregaba el estatuto común para la inversión extranjera, que reservaba ciertos sectores a empresas de mayoría andina y limitaba los beneficios del mercado ampliado a dichas empresas. Aunque esta estrategia nunca se llevó realmente a cabo[4], el comercio andino fue uno de los factores que alimentó el despegue exportador.

Las mejores condiciones macroeconómicas, incluida ahora la más activa promoción de nuevas exportaciones, contribuyeron al rápido crecimiento económico entre 1967 y 1974, 6,5% anual, el más alto de la historia económica del país en la posguerra para un periodo de esta duración, y el segundo más alto de la historia (ligeramente por debajo del 7,2% alcanzado en 1921 - 1928). Lo que es más interesante, en contraste con todos los otros periodos de auge del siglo XX, es que no contó con términos de intercambio particularmente favorables (Gráfico I.2, pág. 34). Ello indica que el buen diseño de la política económica jugó un papel fundamental en este resultado. Un elemento esencial, al lado de la estabilización y el auge del sector externo, fue sin duda el crecimiento del gasto público durante las administraciones Lleras Restrepo y Pastrana Borrero, financiado por los mayores impuestos en el primer caso y por un aumento significativo del crédito externo en ambos, incluidos los primeros créditos provenientes del mercado de eurodólares. El mayor gasto se orientó tanto al sector social como al impulso de la infraestructura. Se agregó, además, el impacto de la política de vivienda adoptada por el segundo de dichos gobiernos, bajo el Plan de Desarrollo 'Las Cuatro Estrategias'. En cualquier caso, el acceso al crédito externo fue esencial, no solo para financiar el gasto público, y también el elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que el país arrojó durante el auge, particularmente hasta 1971.

El rápido crecimiento económico estuvo acompañado por una notable reducción en los altos niveles de desempleo que había acumulado el país durante los años de estrechez cambiaria. El problema más preocupante fue, por el contrario, la rápida aceleración del ritmo de inflación, que alcanzó niveles superiores al 20% anual a partir de 1973. El Gobierno interpretó la aceleración inflacionaria como el producto de un proceso similar que estaba experimentando el mundo entero (inflación importada). La oposición la vio, por el contrario, como el producto del elevado déficit fiscal. El triunfo de la oposición en las elecciones de 1974 inició así una nueva fase de estabilización, que abrió la fase que se analiza en el siguiente capítulo.

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES DEL SISTEMA CREDITICIO

a. La transición: los efectos de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial

El colapso monetario y crediticio, y la consecuente deflación que se produjo en el país durante los años iniciales de la Gran Depresión que se inició en 1929, generaron un fuerte giro en la regulación monetaria, cambiaria y crediticia introducidas en 1923. Sus elementos esenciales habían sido la creación del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria, y la expedición de las normas que regulaban el sistema financiero bajo un modelo de intermediarios especializados. El rígido patrón oro bajo el cual la Misión Kemmerer había diseñado el Banco de la República dio lugar a una fuerte contracción de la base monetaria durante los años más agudos de la crisis, como reflejo de la masiva pérdida de reservas internacionales, al tiempo que la paralización del mercado de bonos de Wall Street frenó totalmente la entrada de capitales que el país había experimentado hasta 1928. Una parte de estos alimentó el sistema de crédito y, en especial, el crédito otorgado por los bancos hipotecarios.

Aunque la segunda Misión Kemerer de 1930 flexibilizó parcialmente las normas sobre el financiamiento que el Banco de la República podía otorgar, las medidas más importantes llegaron más tarde, por la fuerza de la crisis y la presión de ciertos sectores, especialmente los cafeteros, por reducir el peso de las deudas, au-

4 Aunque Venezuela se adhirió al Pacto en 1973, la ruptura de Chile en 1976 hizo absolutamente evidente que la uniformidad de criterios existente al firmarse el Acuerdo había desaparecido rápidamente. Véase, Ocampo et al. (2015).

mentar el crédito interno y depreciar la moneda (Ocampo y Montenegro, 2007). Aun en medio del manejo ortodoxo inicial de la crisis, el Banco había exento de los aumentos en la tasa de redescuento, aplicada a finales de 1929, a los garantizados con bonos de prenda agraria, que se originaban esencialmente en los Almacenes Generales de Depósito, que la Federación Nacional de Cafeteros puso en marcha como medida de emergencia durante la crisis. En octubre de 1930, el Banco aceptó también iniciar las operaciones directas con el público, que ya estaban contempladas en sus estatutos pero que no habían sido utilizadas hasta entonces, con lo cual se pudieron redescontar directamente los bonos de prenda.

Las medidas más importantes fueron generadas, sin embargo, a partir del abandono del patrón oro por parte de su progenitora, la Gran Bretaña, el 4 de septiembre de 1931. Ante la corrida contra las ya menguadas reservas internacionales, el Banco de la República se vio obligado a establecer el control de cambios el 24 del mismo mes. Aunque el tipo de cambio se mantuvo fijo algún tiempo, esto generó una fuerte presión de los cafeteros para que se devaluara el peso, que se encarnó primero en una bonificación del 10% otorgada en marzo de 1932, la adopción un año después de un tipo de cambio múltiple que permitió mantener dicho beneficio, la devaluación explícita de la tasa de cambio básica en septiembre de 1933 y pocos días después, la adopción de un tipo de cambio flexible mediante el sistema de certificados de cambio libremente negociables (un sistema que sería utilizado una y otra vez en décadas posteriores). Para finales de ese año, la tasa básica se había devaluado a $1,57 y a comienzos de 1935 se estabilizó en torno a $1,75 (una devaluación acumulada del 69% en relación con el nivel de $1.035 que había prevalecido durante los dos primeros años de la crisis). Esta fue la tasa que se adoptó en mayo de 1935, cuando se suspendió el sistema de certificados de cambio.

El abandono de la convertibilidad en septiembre de 1931 permitió, además, al Banco de la República, eliminar las trabas para otorgar préstamos, tanto al gobierno como al sector privado. Los créditos al Gobierno aumentaron de manera notoria en los meses siguientes y se creó la figura excepcional (y, sin duda, creativa) de entregar la administración de las salinas al Banco, para que este avanzara al Gobierno los ingresos esperados por el manejo de dicha renta. Los préstamos del Banco al Gobierno tendieron, sin embargo, a moderarse en los años siguientes. Esta seguiría siendo una práctica en el país, excepto durante coyunturas excepcionales[5].

5 Los datos de Kamanovitz y Avella (1998), Gráfico 5, muestran que después de la coyuntura de los años treinta, los préstamos del Banco al gobierno solo fueron de nuevo importantes en la crisis de los años ochenta. El gobierno también se benefició de la compra de títulos de deuda pública por parte del Banco (ver Gráfico 6 del mismo trabajo), pero esta es una práctica normal de los bancos centrales y, por lo demás, su comportamiento siguió en Colombia un sano patrón anticíclico.

Las medidas crediticias fueron aún más importantes y algunas especialmente agresivas. En 1931 y 1932, fueron creadas tres instituciones financieras públicas importantes: la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario (BCH) y la Corporación Colombiana de Crédito. La primera de estas instituciones fue casi como un primer banco cafetero, ya que se creó por presión de dicho gremio. Pronto comenzaría a asumir funciones no financieras, entre ellas la provisión de insumos y la asistencia técnica a los agricultores que hicieran parte de sus programas de financiamiento. La segunda fue creada con la condición expresa de que durante los tres primeros años se dedicara a absorber y renegociar las deudas hipotecarias existentes. Por su parte, la Corporación Colombiana de Crédito fue instituida para comprar la cartera de los bancos que requiriera facilidades para su saneamiento (es decir, lo que hoy se conoce como un 'banco malo').

El Gobierno puso, además, en marcha una política de alivio de los créditos hipotecarios particularmente agresiva, que se materializó en una secuencia de beneficios entregados a partir de 1932[6] y que terminó con una reducción del capital de todas las deudas hipotecarias en un 40% a mediados en 1933. Como resultado de ello, los bancos hipotecarios existentes (uno público, el Agrícola Hipotecario[7], y dos privados, los de Bogotá y Colombia) entraron en un proceso de marchitamiento o abandonaron las actividades hipotecarias. A la postre, sin embargo, los costos terminaron siendo asumidos por los tenedores de bonos de los bancos hipotecarios en el exterior, ya que estos alivios coincidieron con la moratoria de la deuda externa del país. Lo que quedaba del Banco Agrícola Hipotecario fue absorbido por la Caja Agraria en 1945. El Banco de la República aportó el 60% del capital del BCH, otorgó un crédito al Gobierno para que invirtiera en la Caja y creó un cupo de redescuento para la Corporación Colombiana de Crédito. A estas medidas se sumó la reducción significativa de las tasas de redescuento desde finales de 1931, especialmente aquellas asociadas al sector agrícola.

Las medidas de intervención estatal en el sector financiero siguieron profundizándose en los años siguientes. El BCH comenzó a conceder créditos de vivienda

6 Estas medidas incluyeron el pago con cédulas hipotecarias y otros títulos que se conseguían con altos descuentos en el mercado, y mecanismos contables que implicaban pasar a 'cuentas diferidas' las pérdidas, por lo que los bancos estrictamente no hicieron pérdidas contables (González y García, 2002, pág. 82-84). Curiosamente, sin embargo, estos autores dejan de lado la reducción final de las deudas hipotecarias.

7 Este banco, que puede considerarse el primer banco oficial de la era moderna de la banca colombiana, se inició en 1923. Fue creado por la Ley 68 de 1924 y contó con capital del Gobierno Nacional (en un 72,8%), y de nueve departamentos (26,9%), con una participación relativamente alta de Antioquia y Caldas, y 0,3% de otros accionistas.

en 1934 y a emitir cédulas hipotecarias en 1937, que se convertirían en un importante instrumento de ahorro en el país.[8] El Fondo Nacional de Ganadería fue creado en 1939 y fusionado con la Caja Agraria el año siguiente, al tiempo que esta iniciaba una política de préstamos de largo plazo. A ello se agregó la creación del Instituto de Fomento Industrial en 1940, el primer banco de desarrollo del país y uno de los primeros de América Latina, cuyo objetivo, más allá de otorgar crédito, fue aportar capital a nuevas empresas industriales y mineras, generalmente en asocio con socios privados nacionales o extranjeros.

La intervención del Banco de la República en la economía se profundizó durante la Segunda Guerra Mundial, aunque en este caso con un paquete masivo de contracción monetaria, orientado a contrarrestar los efectos expansivos de la masiva acumulación de reservas internacionales que se produjo, especialmente por las restricciones para importar que generaron los racionamientos en los países involucrados en el conflicto bélico (López, 1990; Ocampo, 2015a). Estas medidas incluyeron la creación de distintos mecanismos de ahorro forzoso como Bonos de Defensa Nacional y títulos del Banco de la República por parte de entidades financieras, el Fondo Nacional de Café (creado en 1940 para manejar la participación de Colombia en el Acuerdo Interamericano de Café), los contribuyentes del impuesto de renta, el pago con los bonos Defensa de una porción de las exportaciones y de la compra de metales preciosos por parte del Banco de la República, el control a la entrada de capitales, el uso de los depósitos previos a las importaciones como medida de control monetario y, en contra de la opinión de los bancos comerciales que hacían parte de la Junta Directiva del Banco de la República, la primera elevación de los encajes bancarios desde que dicho instrumento fue creado en 1923. Se determinó, además, que el aumento en los encajes debería ser invertido en títulos del Emisor. De hecho, este paquete de intervención para manejar una bonanza de divisas fue caracterizado por el gran economista belga Robert Triffin (1944), quien visitó el país durante esos años, como "el sistema más completo y más equilibrado que hasta la fecha se haya ideado contra la inflación en América Latina".

b. La centralización del manejo monetario y crediticio

El debate que tuvo lugar en los primeros años de la posguerra sobre la necesidad de cambiar definitivamente el marco regulatorio existente, en materia de

8 El Instituto de Crédito Territorial también fue creado en 1939, pero puede considerarse más un instituto descentralizado encargado de desarrollar la política de vivienda social, que una institución crediticia.

moneda y crédito establecido por la Misión Kemmerer, tuvo por lo tanto amplios antecedentes en la práctica de la política económica durante la República Liberal. El debate giró entonces en torno a la ampliación de la capacidad de regulación del crédito por parte del Banco de la República, la creación de nuevos instrumentos de intervención monetaria y la restricción a la participación de los particulares en el diseño de la política monetaria y crediticia.

Tal evolución no fue exclusiva de nuestro país. De hecho, las reformas de la banca central fueron la regla en el entorno internacional de aquellos años. Claro ejemplo de ello fueron los cambios ocurridos en el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en el marco del New Deal, que obligaron a los bancos asociados a informar sobre sus operaciones con el propósito de disminuir las transacciones especulativas. Del mismo modo, Alemania Occidental, Gran Bretaña y Holanda otorgaron a los bancos centrales facultades explícitas para el control del crédito de la banca comercial. Esta idea también permeó los debates latinoamericanos durante los años cuarenta. El Banco de México, por ejemplo, fue pionero en la región, al clasificar el crédito entre 'operaciones de producción' y 'operaciones comerciales'.

A finales de los cuarenta, surgieron varias iniciativas que antecedieron la reforma de 1951 (Ibáñez, 1990). El primer proyecto sobre la materia fue presentado por Jorge Eliécer Gaitán al Congreso en 1947, con base en contribuciones de Guillermo Hernández Rodríguez, entonces presidente del Consejo de Estado; Antonio García; Antonio Ordóñez Ceballos, y Luis Rafael Robles. Carlos Villaveces, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, elaboró en 1949 un proyecto de reforma del Banco. El entonces ministro de Hacienda, Hernán Jaramillo Ocampo, presentó también al Congreso el mismo año un proyecto sobre circulación del crédito bancario. La Misión del Banco Mundial, bajo la dirección de Lauchlin Currie, hizo también propuestas sobre la materia.

Estos precedentes prepararon el terreno para la reforma financiera de 1951, que dio contenido definitivo a la nueva concepción de la acción estatal. Esta reforma estuvo apoyada en el diagnóstico de una Misión de la Reserva Federal, a cargo de Richard Grove y Gerard Alter. Según esta Misión, la capacidad reguladora del Banco debería fortalecerse, otorgándole una diversidad de facultades que debían incluir la fijación de los encajes bancarios y la realización de operaciones en el mercado abierto, así como la orientación del crédito. Entre el compendio de propuestas que había circulado en el país en torno a este viraje institucional, los relacionados con el control cualitativo y cuantitativo del crédito fueron los más destacados (Kalmanovitz y Avella, 1998). Las reformas se cristalizaron en una po-

lítica de crédito dirigido a objetivos de desarrollo, en un manejo activo del encaje como instrumento de política monetaria y en una transición hacia el control del gobierno sobre el Banco de la República.

La política de crédito dirigido había tenido sus precedentes en las medidas adoptadas para enfrentar la crisis política después del Bogotazo. El Decreto 1766 de 1948 había permitido a los bancos dar créditos a los afectados por los sucesos del 9 de abril hasta por cinco años y con una tasa de interés preferencial (del 6%). A su vez, el Decreto Ley 384 y el Decreto reglamentario 1249 de 1950 habían determinado que el Fondo de Estabilización podría utilizar sus recursos, provenientes de los depósitos previos de las importaciones, en operaciones de crédito de hasta cinco años en empresas en las cuales el Estado fuese accionista. Este Fondo había sido constituido en 1935 para estabilizar el mercado de bonos del Estado, pero fue adquiriendo funciones y objetivos diferentes, entre ellos el de fondo de fomento que le otorgaron estos decretos. Estas funciones llevaron a dicho Fondo a canalizar créditos equivalentes a entre el 6,8 y 10,5% de la cartera bancaria en 1950 - 1957 (Meisel, 1990, cuadro 10, pág. 427). Los decretos mencionados habían autorizado también a los bancos comerciales a otorgar créditos hasta por cinco años para obras de fomento económico, y al Banco de la República, a descontar dichas operaciones de largo plazo a una tasa más baja para las operaciones comerciales. El Decreto 1985 de 1951 había autorizado al Banco a hacer directamente préstamos a los fondos ganaderos que funcionaran en los departamentos, con la garantía de los contratos de depósito o compañías de ganado que tuvieran con su clientela.

La reforma financiera integral se adoptó mediante el Decreto Ley 756 de 1951, que otorgó al Banco de la República el carácter de verdadero rector de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria del país, con objetivos explícitos, no solo de estabilización sino de desarrollo económico (Alviar, 1974; Ibáñez, 1990; Meisel, 1990). En particular, el Banco quedó facultado para: (i) modificar los encajes; (ii) regular las tasas de interés y, en especial, fijar tasas máximas de interés de los bancos para operaciones tanto activas como pasivas; (iii) abrir cupos especiales de crédito de fomento, y (iv) regular los cupos ordinarios de crédito a los bancos comerciales, tanto para el redescuento de operaciones corrientes como para superar restricciones de liquidez. Esta última función era la única que tenía claros antecedentes en las normas de 1923. En los términos de González y García (2002), las nuevas funciones implicaron que el Estado pasara a administrar directamente una parte importante de la hoja de balance del sector.

Aunado a este conjunto de medidas, se crearon nuevos bancos oficiales: el

Popular en 1950; el Cafetero en 1953, como propiedad del Fondo Nacional del Café, y el Ganadero en 1956, como copropiedad de la Caja Agraria, los Fondos Ganaderos y accionistas privados. Se mantuvo igualmente una política activa de inversión directa del Estado en empresas industriales a través del Instituto de Fomento Industrial. En esta misma línea, la Ley 7ª de 1951, sobre crédito popular e industrial, autorizó al Banco Popular a verificar operaciones destinadas al apoyo a la industria, y que serían descontables en el Banco de la República a una tasa inferior en cuatro puntos a la que cobraba el Banco Popular en sus distintas operaciones.

En materia de estabilización macroeconómica, la gran innovación introducida por la reforma de 1951 fue el manejo activo de los encajes bancarios. Como precedente de dicha reforma, el Decreto Ley 1407 de 1948, otro de los expedidos para favorecer el restablecimiento económico después de los eventos del 9 de abril, proporcionó a la Junta Directiva del Banco de la República la facultad para fijar el encaje legal de los bancos comerciales. Tal autorización fue ratificada por la Ley 90 de 1949, aunque el Banco no utilizó entonces tales facultades. Por el contrario, a partir de la reforma de 1951 y hasta el final del periodo que cubre este capítulo, los encajes se convirtieron en el principal instrumento de regulación monetaria. Esto contrasta con el manejo durante la Segunda Guerra Mundial, cuando se concentró sobre las inversiones forzosas en títulos del gobierno y del Banco de la República, y con lo que se tornó típico desde mediados de los años setenta, como veremos en el capítulo siguiente (Ocampo, 1989). Las primeras medidas rebajaron los encajes sobre depósitos en cuenta corriente de un 15% a 12% en 1951 (véase el gráfico I.3, pág. 49, más adelante). Sin embargo, en los años posteriores, el Banco de la República utilizó este instrumento para frenar el crecimiento anormal de la cartera de los bancos comerciales, asociada a la bonanza cafetera de entonces.

Dada la naturaleza de la relación contractual entre el gobierno y el Banco, la transición hacia un mayor control estatal requirió un cambio en dicho contrato. El Decreto 2057 de 1951 autorizó al Gobierno para celebrar un contrato con el Banco de la República por veinte años adicionales a partir de 1953. Sin embargo, estableció que, a partir de entonces, los miembros de la Junta Directiva del Emisor, e independientemente de su origen, deberían representar los intereses generales del país. La Junta quedó conformada por nueve miembros (en comparación con los 12 previos): el Ministro de Hacienda y dos directores más en representación del Gobierno, tres representantes de la banca (vs seis con anterioridad), el Gerente General de la Federación de Cafeteros, un representante de las sociedades de agricultores y ganaderos, y uno de las cámaras de comercio. En contra de lo acon-

tecido en 1931, cuando el Ministro de Hacienda fue aceptado como miembro de la Junta con voz pero sin voto, para esta ocasión se convirtió en miembro pleno de la misma (Kalmanovitz y Avella, 2003).

Como un todo, si bien la reforma del 1951 dejó en la Junta Directiva del Banco de la República el manejo de la política monetaria y crediticia, y conservó la participación privada en el Banco, extendió de forma considerable las facultades de intervención por parte del Estado, consolidando un proceso efectivo de centralización de las decisiones monetarias y crediticias (Ocampo *et al*, 2015). En particular, la asignación de recursos crediticios, que en ausencia de intervención sería decidida por el mercado, ahora dependería en gran medida de las políticas de fomento aprobadas por el Banco.

c. *El reforzamiento del nuevo modelo*

La siguiente ola de reformas institucionales se llevó a cabo a finales de los años cincuenta, cuando el país enfrentó, como vimos, una aguda crisis de balanza de pagos que dio paso a la combinación ya mencionada de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones. De hecho, durante esta época, surgió la percepción de la insuficiencia del financiamiento de la industria, lo cual llevó a la creación de las corporaciones financieras en 1957 (Decreto 336), en calidad de organismos especializados en la concesión de créditos de mediano y largo plazo, y con la facultad de invertir capital de riesgo en las empresas correspondientes (González y García, 2002). Esta reforma introdujo, de alguna manera, una nueva orientación de la política de intervención: la creación de nuevas entidades privadas especializadas para llevar a cabo funciones específicas de intermediación financiera. Para evitar la concentración industrial, se establecieron, al igual que en los bancos, montos máximos y límites individuales de créditos proporcionales al capital pagado y a la reserva legal de cada corporación. El funcionamiento de estas entidades fue reglamentado en 1960. Pese a su auge inicial, nunca alcanzaron las expectativas que originó su creación, que fue la de verdaderos bancos de inversión en la tradición norteamericana. Más bien, tomaron pronto la forma de intermediarios de crédito y, en particular, como veremos, de canalizadores del crédito de fomento.

El segundo elemento de esta nueva oleada de reformas fue la consolidación de la política de crédito dirigido y la creación de fondos de fomento en el Banco de la República (Gómez, 1990; Hernández, 1976; Urdinola, 1976). En materia de crédito dirigido, el primer paso importante se había dado mucho antes, con la Ley 90 de 1948, que obligó a los bancos a invertir el 5% de sus depósitos a la vista

en bonos de la Caja Agraria[9]. A estas primeras normas les sucedieron el Decreto 198 de 1957 y la Ley 26 de 1959, que obligó a los bancos a colocar un mínimo del 14% primero y el 15% después de sus depósitos (a la vista y a término) en el sector agropecuario. El sector agropecuario había sido ya el gran beneficiario de las líneas de redescuento creadas en 1950 y después de la reforma de 1951, pero las nuevas normas pasaron de un incentivo para que las instituciones prestaran al sector a una obligación.

El mayor avance en la política de crédito dirigido fue su organización en torno a fondos de fomento manejados por el Banco de la República. Así lo refleja la secuencia de fondos creados en los años sesenta: el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) en 1963 para la promoción de las inversiones industriales y las exportaciones; el Fondo Financiero Agrario (FFA) en 1966, transformado en 1973 en Fondo Financiero Agropecuario (FFAP); el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) en 1967, y el Fondo Financiero Industrial (FFI), creado en 1968 para apoyar las necesidades de la pequeña y mediana industria, y la descentralización industrial. A ellos se agregó el Fondo de Desarrollo Urbano, creado también en 1968, cuya administración fue encargada al BCH en 1975, y el Fondo de Desarrollo Eléctrico, cuya tarea básica fue ayudar en el servicio de la deuda externa de las empresas del sector eléctrico, por lo que difícilmente puede considerarse un fondo de fomento. Como lo indica esta lista, estos fondos tuvieron como claras prioridades el sector agropecuario, la pequeña y mediana industria, y la diversificación de las exportaciones. El IFI continuó, por su parte, con su labor de apoyar la creación de nuevas empresas industriales.

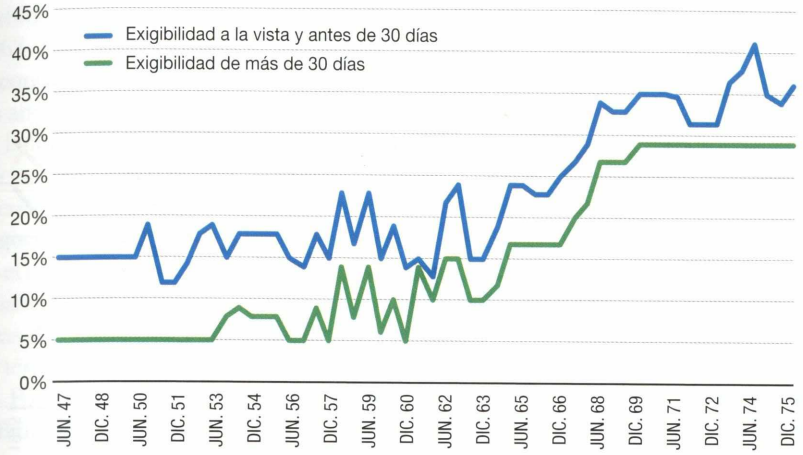
El gran avance de estos fondos, en relación con el modelo previo de forzar la asignación de una parte de la cartera hacia ciertas actividades, es que separó la obligación de canalizar recursos hacia ciertos sectores de la de otorgar crédito, con lo cual se respetaba la especialización de las entidades crediticias (Carrizosa, 1979; Fernández, 1994, cap. 4). En otras palabras, las entidades prestaban de acuerdo con su especialización y el fondo de fomento se encargaba de reasignar recursos entre ellas, para lograr el objetivo de asignación de recursos hacia los sectores o actividades priorizadas. En relación con la política de redescuento, la organización de la política de fomento en fondos específicos facilitó también el control y la vigilancia del crédito de fomento.

9 Otra medida, de menor importancia relativa, fue la obligación, impuesta a las cajas de ahorro y las compañías de seguros, de invertir parte de sus recursos en cédulas hipotecarias. Esta media buscó manejar las limitaciones que encontró el BCH para desarrollar un mercado amplio para sus cédulas hipotecarias.

Los fondos fueron financiados con una mezcla de inversiones forzosas, crédito externo (inicialmente de Usaid, pero posteriormente de los bancos multilaterales de desarrollo), bonos que el Banco de la República vendía en el mercado para financiar sus operaciones de fomento, y emisión llana y simple para cubrir los recursos faltantes. Proexpo tuvo la peculiaridad de contar también con una sobretasa del impuesto a las importaciones, inicialmente del 1,5% pero elevada al 5% en 1974. Las fuentes variaron significativamente entre unos y otros fondos. El sistema más elaborado de inversiones forzosas fue el que desarrolló la Ley 5ª de 1973 (con base en los precedentes que, como vimos, se remontan a 1957 y 1959), de acuerdo con la cual los bancos debían o colocar entre el 15 y el 25% en el sector agropecuario o comprar títulos de fomento agropecuario emitidos el Banco de la República para financiar el FFAP. El FFI también se alimentó de inversiones forzosas, el FIP dependió más de crédito externo y Proexpo del mencionado impuesto a las importaciones.

El crédito otorgado, primero como puro redescuento, y posteriormente como financiamiento de los fondos de fomento, indica que una peculiaridad de la emisión realizada históricamente por el Banco de la República es que se orientó mucho más al sector privado que al gobierno. Por lo demás, esto también evidencia que los desfases entre los recursos de los fondos y los redescuentos que se realizaban entraban directamente como un elemento de contracción (si había excedentes de recursos) o expansión monetaria (cuando los redescuentos eran mayores que los recursos) a lo largo del ciclo, por el cual el crédito privado también tenía un efecto monetario de carácter cíclico. En cierto sentido, esta práctica de apoyar el financiamiento del sector privado se remonta a la prioridad otorgada al redescuento ordinario y a los bonos de prenda desde los años iniciales de la Gran Depresión. En varias ocasiones, se permitió que los crecientes encajes se pudiesen sustituir por operaciones o compra de títulos de fomento emitidos por el Banco de la República. Una decisión importante en este sentido fue la recién creada Junta Monetaria, en 1963 (Resolución 18 de dicho año), para favorecer con un encaje reducido a los bancos que destinaran un 32% de sus préstamos a operaciones de fomento, pero esa norma pertenece a una familia de regulaciones similares. En este sentido, el aumento en el encaje promedio y la expansión del crédito de fomento fueron, a mediano plazo, dos facetas de un mismo proceso que generó una continua intersección entre las funciones de fomento y de estabilización del Banco de la República. Por lo demás, los bancos oficiales (la Caja Agraria, el BCH y el Banco Popular) tuvieron acceso a líneas específicas de redescuento y a normas diferenciales de encajes e inversiones forzosas (incluso exención de ciertas obligaciones).

GRÁFICO I. 3 | Encaje requerido a la banca comercial



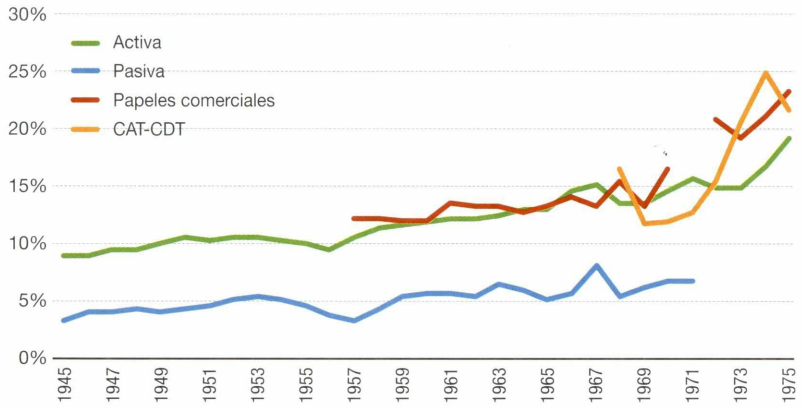
FUENTE: AVELLA (2007)

En materia del manejo del principal instrumento de política monetaria de entonces, después de una reducción temporal al final de la bonanza, en 1956, los encajes se usaron agresivamente como parte del plan de ajuste de 1957 - 1958, incluyendo el uso de encajes marginales del 80% y después del 100% (que no se muestra en el gráfico) (Avella, 2007). El alivio que se decretó en 1960 - 1961 fue sucedido, una vez más, por el uso de este instrumento como parte de los planes de ajuste de 1962, incluyendo nuevamente el mencionado encaje marginal, que en 1964 - 1965 se reduciría al 50% y posteriormente al 40%. El alivio posterior, especialmente en materia de encaje marginal, fue sucedido por un aumento marcado del encaje promedio, especialmente entre 1965 y 1970, cuando los constituidos sobre depósitos en cuenta corriente se elevaron del 15 al 24%, que había sido típico en los quince años precedentes, al 35%, mientras que los establecidos sobre exigibilidades a más de treinta días pasaron del 5-15% al 29% (Gráfico I.3). Con pequeños cambios, permanecieron elevados hasta el final del periodo que cubre este capítulo. Como ya se señaló, una práctica que se convirtió en norma fue permitir sustituir los altos encajes con distintos tipos de crédito de fomento, con lo cual se combinaba una medida de regulación monetaria con otra de crédito dirigido.

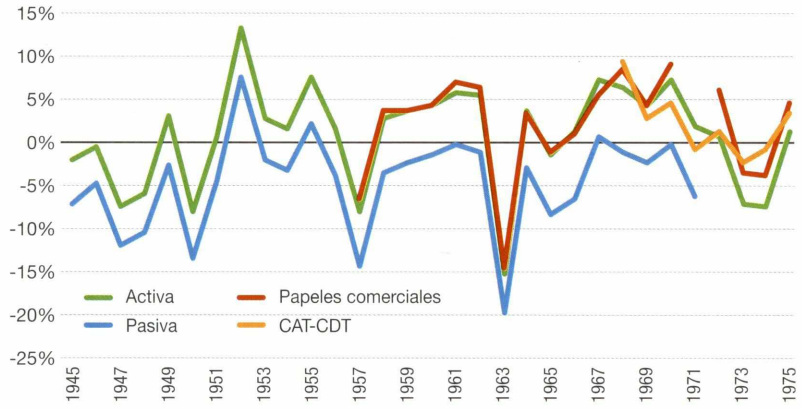
Las tasas de interés resultantes del manejo crediticio y monetario fueron relati-

GRÁFICO I. 4 | Tasas de interés

A. Nominal (% efectivo anual)



B. Real (% efectivo anual)



FUENTE: GRECO, SALAZAR (1995) Y ELABORACIÓN PROPIA.
ACTIVA: GRECO CON BASE EN CAYCEDO ET AL.(1997), SALAZAR (1995), ROMERO (1994).
PASIVA: TASA PASIVA OBTENIDA DE LOS P Y G Y LOS BALANCES DE UNA MUESTRA DE 12 BANCOS, 1945-1971. SALAZAR (1995).
CAT-CDT: CÁLCULOS GRECO CON BASE EN TASA DE INTERÉS PASIVA ANUAL EMPALMANDO RENDIMIENTO CERTIFICADO DE ABONO TRIBUTARIO (CAT) A 90 DÍAS (1968-1980:4)
PAPELES COMERCIALES SEGÚN CARRIZOSA (1986), CUADRO V.
TASA DE INTERÉS REAL: DEFLACTADA CON LA INFLACIÓN PROVIENTE DE GRECO.

vamente estables en los años cincuenta y sesenta, en general negativas en términos reales en el primer caso y ligeramente positivas en el segundo (Gráfico I.4, pág. 50). Debido a su estabilidad, cuando la inflación se aceleraba (especialmente en 1957, 1963 y 1973 - 1974), aún la segunda se tornaba negativa en términos reales, pero lo contrario acontecía cuando la inflación se desaceleraba (por ejemplo, a finales de los años sesenta). Este problema se tornó particularmente agudo con la aceleración de la inflación en 1973 - 1974, que daría paso, además, a un cuarto de siglo de inflación moderada en Colombia. La creación de una tasa de interés de mercado, especialmente la creación de los Certificados de Abono Tributario (CAT) libremente negociables entregados a los exportadores a partir de 1967, generó un segmento en el cual las tasas de interés reales de los ahorradores eran en general positivas. Lo mismo aconteció con la creación del sistema Upac (véase más adelante), pero las tasas de depósito de ahorro en los bancos siguieron siendo fuertemente negativas en términos reales hasta el final de nuestro periodo de análisis.

Por otra parte, siguiendo la tendencia que se inició con el nuevo contrato con el Banco de la República en 1953, un paso adicional en la estrategia de concentrar en manos del Gobierno la política monetaria, cambiaria y crediticia fue la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963. Esta reforma eliminó definitivamente la participación de los particulares en el manejo de la moneda y el crédito, al dejar la Junta en manos de cinco funcionarios públicos (los ministros de Hacienda, de Fomento/Desarrollo Económico y de Agricultura, el Director del Departamento Nacional de Planeación, y el Gerente del Banco de la República, a los cuales se agregó después el Director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior, Incomex), y dos asesores técnicos con voz pero sin voto. El paso final fue, por supuesto, la nacionalización legal del Banco en 1973, mediante la Ley 7ª de 1973, al vencerse el plazo del contrato con el Banco, suscrito en 1953.

Puede decirse que el modelo basado en la combinación de una importante banca pública de primer piso, crédito dirigido y redescuento en el Banco de la República, primero en forma directa y posteriormente a través de los fondos de fomento, estaba dirigido a corregir dos fallas de mercado mencionadas en la introducción de esta obra. La primera era el acceso al crédito por parte de agentes de tamaño pequeño y mediano (funciones de los bancos oficiales para el sector agropecuario y del Banco Popular), así como de las regiones apartadas del país al sistema crediticio y de pagos (clara función de la Caja Agraria). La segunda era el acceso a créditos de largo plazo en un contexto en el cual el grueso de los recursos de la banca era de corto plazo y existían, por lo tanto, serios problemas de transformación de plazos. El Banco de la República actuaba en tal caso como

el agente que llevaba a cabo dicha transformación. Esta función estaba, sin embargo, acompañada de criterios de orientación del crédito a sectores específicos, como parte de un modelo intervencionista de mayor alcance que consideraba que el mercado privado no cumplía adecuadamente la función de asignación sectorial del ahorro financiero. En este sentido, el gran favorecido por la intervención estatal en el mercado crediticio fue el sector agropecuario.

La gran crítica que sobrevino a este tipo de manejo, que dio lugar a los cambios que se realizaron desde mediados de los setenta, fue que ella limitaba el desarrollo financiero. De ahí la denominación 'represión financiera', un término sin duda peyorativo que introdujeron a mediados de los setenta los economistas Ronald McKinnon (1973) y Edward Shaw (1973) para caracterizar esta forma de intervención.

d. Las últimas transformaciones institucionales

Las últimas grandes transformaciones institucionales que tuvieron lugar al final del periodo que cubre este capítulo tuvieron signos diferentes. Algunas de ellas pueden considerarse una continuación de las tendencias que venían de décadas anteriores, pero otras, que se materializaron en la reforma financiera de 1974, pueden considerarse como las semillas del proceso de liberalización que tomaría fuerza a finales de esta década y, especialmente, a comienzos de los años noventa. Las segundas serán analizadas en el capítulo siguiente. Por lo tanto, aquí nos referiremos a dos que pertenecen a la primera categoría.

La más importante fue la creación, en 1972, del sistema de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) basado en un nuevo instrumento de ahorro financiero, la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (Upac). La creación de este sistema estaba incluida como una de 'Las Cuatro Estrategias', el plan de desarrollo de la administración Pastrana Borrero, que fue elaborado bajo la inspiración de quien había dirigido en su momento la primera Misión del Banco Mundial y que entonces ya era ciudadano colombiano, Lauchlin Currie. La idea de fondo de esta política era que existía demanda latente por vivienda, que se podía movilizar mediante el crédito hipotecario (Urrutia y Namen, 2011). Podría agregarse que en una economía inflacionaria, el sistema tenía la ventaja de que reducía en el corto plazo las cuotas de los préstamos, al diferir el efecto de la inflación sobre el costo del crédito. Sin embargo, para poder manejar los posibles descalces entre las captaciones de corto plazo y los préstamos de largo plazo que otorgaba el sistema, se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (Favi) en el Banco de la República,

en el cual se colocaban los encajes y excesos de liquidez de las CAV cuando estos se generaban y se les brindaba liquidez cuando se presentaba el problema contrario. De esta manera, el Banco era utilizado de nuevo como instrumento para corregir las fallas de mercado, asociadas a un mercado de ahorro financiero sesgado hacia plazos cortos. El Favi también puede considerarse el equivalente a las CAV del sistema de encajes y crédito ordinario de los bancos comerciales, pero esta interpretación no capta la fuerte disparidad en los plazos del ahorro financiero y los créditos que caracterizaban al sistema Upac. Tanto en este sentido, como en la reiteración de la tendencia a crear instituciones financieras especializadas para servir a segmentos específicos del mercado, puede decirse que esta reforma mantuvo las tendencias que venían desde 1923 en materia de banca especializada y desde 1951 en lo que tiene que ver con el papel activo del Banco de la República en el manejo del crédito.

Al mismo tiempo, sin embargo, con garantizar a los ahorradores un rendimiento positivo en términos reales constituyó un corte con el esquema de represión financiera. En efecto, las cuentas en el Upac fueron atractivas desde un comienzo para los ahorradores, dadas las tasas de interés reales negativas que pagaba en esa época el sistema financiero (Gráfico I.4, pág. 50). En 1972, por ejemplo, las tasas de interés de las cuentas de ahorro de la Caja Agraria eran de 4% sobre saldos mínimos trimestrales, cuando la inflación en ese año alcanzó un 14%. Creada la Upac, los asesores de la Junta Monetaria presentaron una propuesta de aumentar la tasa de las cuentas de ahorro de la Caja, pero esta no fue adoptada por los miembros de la Junta Monetaria para no crearles competencia a las fuentes de crédito de vivienda. Esa propuesta fue, sin embargo, la semilla de la reforma que se introduciría a mediados de la década. Debido al diferencial significativo entre la rentabilidad de las tasas del ahorro en Upac, que además del ajuste por inflación tenían una pequeña tasa adicional, el ahorro financiero fluyó rápidamente hacia las CAV.

La segunda medida que obedecía a tendencias previas fue la adopción, mediante el Decreto 1900 de 1973, del estatuto andino de inversión extranjera; la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena, que puso límites a la inversión en ciertos sectores así como a la remisión de utilidades. Como resultado de ella, la administración López Michelsen presentó dos años más tarde el proyecto que dio lugar a lo que se denominó la 'colombianización de la banca', la Ley 55 de 1975. Esta reforma obligó a los bancos extranjeros con sucursal establecida en el país, y que desearon continuar prestando el servicio bancario, a transformarse en empresas mixtas mediante la constitución de un nuevo banco en el cual no menos del 51% de las acciones debía pertenecer a inversionistas nacionales (o andinos). Para el

proceso de transformación, convinieron plazos y condiciones con los bancos extranjeros que no excederían tres años a partir de la vigencia de la ley.

3. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA CREDITICIO

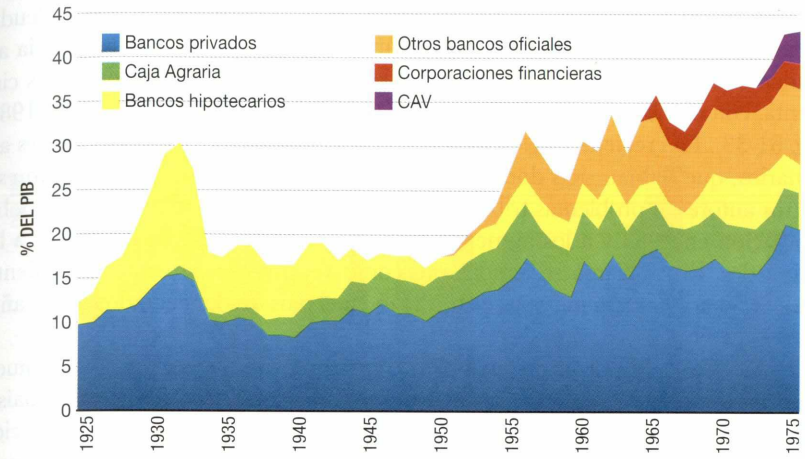
Como era de esperarse, el proceso de crecimiento económico que experimentó el país durante el periodo analizado en este capítulo, unido a la política de crear nuevos intermediarios crediticios, públicos y privados, se reflejó en la profundización del sistema financiero. Si se mide como la relación entre los activos del sistema financiero y el Producto Interno Bruto (PIB) de la economía, este indicador mostró una clara tendencia ascendente y un aumento acumulado de alrededor de 25 puntos porcentuales: de un 18% del PIB en los primeros años de la posguerra (algo menos en algunos años) a un 43% en 1974 (Gráfico I.5, pág. 55). Su comportamiento fue, sin embargo, heterogéneo a lo largo del tiempo y estuvo estrechamente relacionado con la creación de nuevos intermediarios financieros.

El fuerte ascenso que mostró este indicador a comienzos de la década del treinta fue generado por la deflación que experimentó la economía colombiana durante los primeros años de la Gran Depresión, ya que las deudas mantuvieron, como es obvio, sus valores nominales. La fuerte caída posterior fue generada, a su vez, por la inflación producto de la fuerte devaluación de la moneda en 1932 - 1934 y por la disminución de la cartera hipotecaria. En términos de las tendencias de la profundización financiera, los datos de 1929 - 1934 no son, por lo tanto, representativos.

Si los dejamos de lado, la profundización financiera aumentó durante el auge de los años veinte, aunque continuó siendo todavía baja, y se estancó desde mediados de los treinta hasta 1950 en los niveles modestos alcanzados en los años previos a la Gran Depresión. La razón básica de este estancamiento en los quince años previos a la reforma de 1951 fue la fuerte contracción del crédito hipotecario y, en menor medida, el lento marchitamiento de las actividades de los bancos extranjeros. El único factor importante de compensación durante los años treinta y cuarenta fue la expansión de la Caja Agraria.

A este estancamiento le sucedió un fuerte aumento de este indicador durante la bonanza cafetera de la primera mitad de los años cincuenta. Este auge se dividió casi por mitades entre el crecimiento de la banca comercial privada y la pública, y en este último caso no solo de la Caja Agraria, sino de las nuevas entidades estatales creadas durante estos años (Bancos Popular y Cafetero; el Ganadero solo sería creado en 1956). Aunque alimentada en parte por el auge cafetero, esta

GRÁFICO I. 5 | **Profundización financiera** (activos)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

expansión pude verse también como resultado de las medidas de intervención estatal, que incluyeron los primeros mecanismos de crédito de fomento.

No obstante, entre 1955 y 1967, tras la fase de descenso de los precios del café y el estrangulamiento externo, la profundización financiera se mantuvo en torno a un nivel del 30%, aunque con fuertes fluctuaciones. La banca privada mostró una fuerte contracción inicial, entre 1957 y 1960, que sucedió a la expansión previa, y que generó, por lo tanto, un nuevo ciclo de auge y contracción financiera, aunque mucho más moderado que el de los años veinte y treinta, y de los que se experimentarían con posterioridad. La recuperación del índice de profundización en el resto de los sesenta descansó sobre los nuevos bancos oficiales (no ya la Caja Agraria, cuyo dinamismo relativo se redujo) y las corporaciones financieras.

Finalmente, entre 1967 y 1974, el indicador de profundización retomó una fuerte senda ascendente, hasta alcanzar el mencionado 43%[10]. Los principales agentes en este proceso de expansión fueron las nuevas instituciones privadas,

10 No es, por lo tanto, correcta, la apreciación de Urrutia, Lizarazo y Caballero (2006, pág. 35) según la cual "entre 1965 y 1973, la época dorada de la represión financiera, no hubo profundización". La comparación es, además, imprecisa porque parte de un año atípico en términos de profundización, 1965, y utiliza un indicador que excluye a la Caja Agraria y al BCH. Esta afirmación sería aún más incorrecta si nos refiriéramos al periodo 1951 - 1974 como un todo.

las corporaciones financieras, y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda; por el contrario, hubo una contracción relativa de los bancos oficiales.

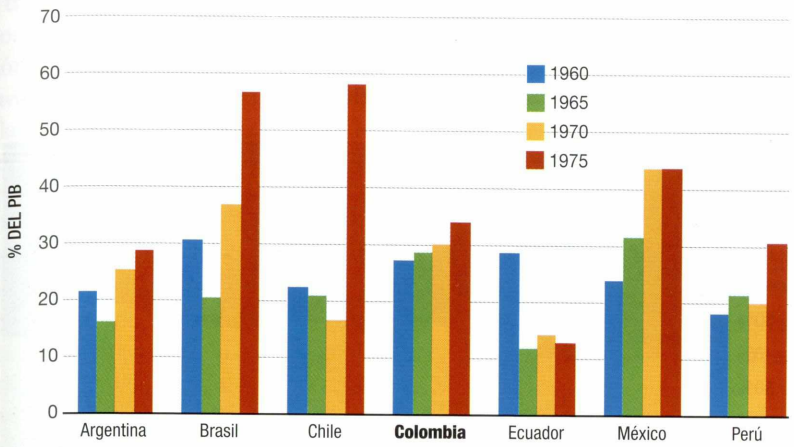
Una de las contrapartidas más importantes de este proceso fue el endeudamiento creciente de las sociedades no financieras, que mostró una tendencia ascendente (medida como pasivos externos a totales) desde comienzos de los cincuenta, con una ligera pausa en la segunda mitad de los sesenta (Carrizosa, 1986, pág. 31-33). La creciente preferencia por el endeudamiento sobre los aportes accionarios, que habían sido dominantes históricamente, estuvo ligado, según este y otros autores, a problemas tributarios, en especial a la introducción de la doble tributación en 1953 y a los aumentos posteriores de la tarifa de impuestos a las sociedades. El problema se agudizaría, como veremos en el capítulo siguiente, con la inflación persistente que se entronizó en el país desde mediados de los años setenta.

Si bien la profundización financiera representó un avance sustancial, nuestro país se mantuvo rezagado al final del periodo analizado frente a los países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero, de acuerdo con la información suministrada por el Banco Mundial. Aunque en Colombia el crédito interno provisto por el sector bancario (como porcentaje del PIB) aumentó en siete puntos porcentuales entre 1960 y 1975, hasta llegar a niveles cercanos al 34% en 1975, Brasil y Chile alcanzaron niveles superiores al 50%[11] y México llegó al 43%. No obstante, Colombia se colocaba a final del periodo de análisis por encima de Argentina, Ecuador, Perú y Venezuela y, por lo tanto, en un punto intermedio en el panorama latinoamericano (Gráfico I.6, pág. 57).

En términos de estructura del sector, los tres elementos más importantes durante este periodo fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, que se enriqueció con la creación de dos nuevos tipos de intermediarios; la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento. Siguiendo el modelo diseñado por Kemmer, los bancos comerciales continuaron prestando a corto plazo (normalmente hasta un año) los recursos de cuentas corrientes y de ahorro, y a mediano y largo plazo; el crédito de fomento utilizando el redescuento del banco emisor. El único banco hipotecario, el BCH, captaba a través de cédulas para financiar la vivienda urbana y se beneficiaba de algunas inversiones forzosas a su favor y del acceso a algunas líneas del Banco de la República. Las corporaciones financieras prestaban a mediano y largo plazo con recursos externos o fondos

11 Esto también es cierto de Panamá, pero en ese caso la comparación es engañosa, ya que se trata de un centro financiero internacional y por ello se excluye del gráfico.

GRÁFICO I. 6 | **Crédito interno provisto por el sector bancario**



FUENTE: BANCO MUNDIAL

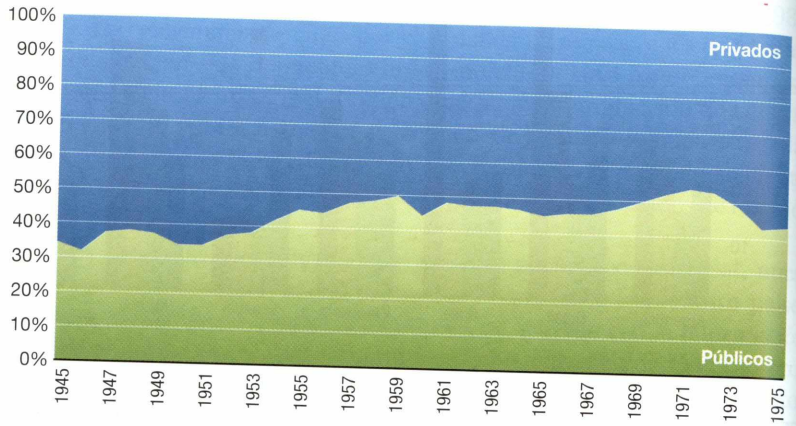
del Banco, con pocos recursos del público, ya que su principal instrumento de captación de recursos, los bonos, tuvo escaso desarrollo. Finalmente, al término de nuestro periodo, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda captaban en distintas modalidades de cuentas en Upac y prestaban al sector de la vivienda.

El segundo elemento se materializó en la creación y consolidación de las entidades financieras oficiales (o semioficiales, en el caso del Banco Ganadero). Las entidades bancarias estatales ya representaban una tercera parte o más de los activos del sector crediticio en los primeros años de la posguerra[12]. Pasaron de representar casi la mitad a finales de los cincuenta y oscilaron ligeramente por debajo del 50% durante la década de los sesenta y hasta 1972, pero terminaron el periodo en descenso (al 43%), debido al fuerte despegue de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (Gráfico I.7, pág. 58). En términos de participación en el PIB, la gran expansión se dio durante la primera década de la posguerra, cuando aumentaron del 6% al 14% del PIB (en 1956); su expansión posterior fue mucho más lenta y fluctuante, y terminaron el periodo en un 16% (Gráfico I.7, pág. 58).

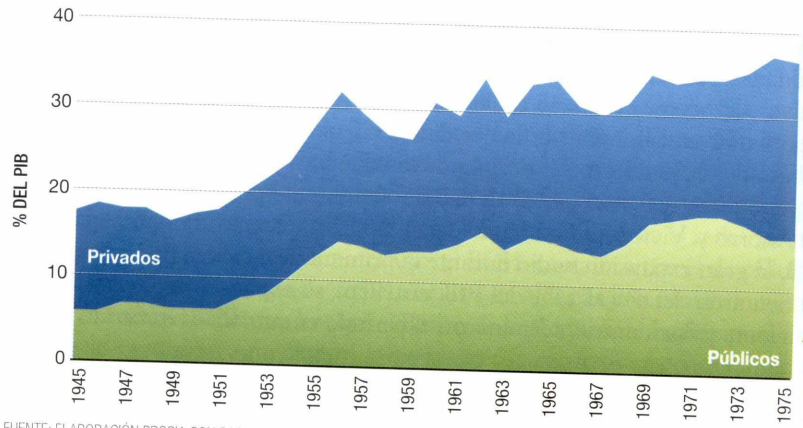
12 Esta proporción había sido aparentemente mayor en los años treinta, pero eso se debió a la cartera del Banco Agrícola Hipotecario en proceso de marchitamiento. Un mejor punto de arranque para estos cálculos es, por lo tanto, el inicio de la posguerra.

GRÁFICO I. 7 | **Composición del sistema bancario por activos** (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

Entre estas entidades, dos de las que habían sido creadas durante la crisis de los treinta, la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario, continuaron siendo actores esenciales del sistema financiero durante todo el periodo. Sin duda, este fenómeno estuvo asociado en gran parte a la introducción de inversiones forzosas a favor de estas entidades y el tratamiento preferencial de ellas por parte del Banco de la República[13]. La Caja Agraria fue la entidad más grande del sistema durante la década de los cincuenta y sesenta, con una participación en el total de activos del sector que superó el 20% en los cincuenta pero se redujo a un 15% a finales de los sesenta. A comienzos de los setenta perdió, sin embargo, su posición como líder del sistema. Así mismo, el BCH, aunque no tan importante como los bancos hipotecarios de los años veinte[14], estuvo en general en torno o por encima de la décima parte de los activos del sector, colocándose generalmente entre las cinco principales entidades. Más aún, a diferencia de la Caja Agraria, tuvo un auge hacia el final del periodo, gracias al auge en la colocación de cédulas hipotecarias generado por la obligación del Instituto de Seguros Sociales de dedicar una parte de sus recursos al BCH[15]. Este banco alcanzó fugazmente la primera posición en 1971 - 1973, con más del 15% de los activos del sistema.

Las nuevas entidades bancarias especializadas de carácter público, creadas por el Gobierno Nacional en los años cincuenta, experimentaron también un fuerte auge inicial. Tanto el Banco Popular, creado en 1950, como -especialmente- el Cafetero, creado en 1953, tuvieron un despegue rápido. El segundo alcanzó a colocarse entre las cinco principales entidades bancarias desde finales de los años cincuenta y, se mantuvo en general en esa posición hasta el final de nuestro periodo de análisis. El Banco Ganadero, creado en 1956, tuvo un menor éxito relativo, pero desde 1962 logró colocarse entre las diez principales instituciones bancarias. Esto significó que desde este último año, la mitad de los diez bancos más grandes del país era oficial.

La tercera característica estructural fue la dependencia creciente del crédito de fomento. Los redescuentos en el Banco de la República, primero, y los préstamos

13 De acuerdo con Gonzalez y García (2002), la Caja Agraria recibió en promedio entre 1950 y 1962 el 38% de los recursos de crédito (cupos y redescuentos) otorgados por el Banco de la República.

14 Durante los años veinte, los bancos hipotecarios experimentaron un periodo de auge, llegando a concentrar casi el 50% del total del sistema financiero, gracias a las especiales condiciones al crédito externo.

15 La Ley 687 de 1967 determinó que el 80% de los nuevos recursos del ISS para cubrir riesgos de vejez, invalidez y muerte, debería ser invertido en bonos de valor constante del BCH (González y García, 2002, pág. 130). Por lo demás, estos bonos representaron un antecedente de la Upac.

de los fondos de fomento, después, fueron aumentando su participación como fuentes de los créditos otorgados por los bancos comerciales y, aún más, por las corporaciones financieras. En efecto, tal como lo indica el cuadro I.1 (pág. 61), los recursos del Banco de la República por ambas fuentes financiaron el 17% de la cartera de los bancos en 1962 pero aumentaron casi continuamente su participación hasta alcanzar 45% en 1974. Desde su origen, las corporaciones fueron en gran medida intermediarias de los créditos de fomento: financiaron en torno al 60% de su cartera con recursos del Banco de la República entre 1964 y 1972 (con excepción de 1968-1970) y 50% en los dos últimos años del periodo.

Como lo muestra claramente Gómez (1990), el gran beneficiado de esta política fue y seguiría siendo el sector agropecuario, gracias a la obligación que se impuso desde temprano de dirigir una parte sustancial de la cartera hacia dicho sector, lo que sirvió de base para el diseño del Fondo Financiero Agrario, transformado posteriormente en Agropecuario. Por el contrario, el Fondo de Inversiones Privadas no tuvo recursos tan cuantiosos y alcanzó su pico a finales de los sesenta y comienzos de los setenta, es decir antes de terminar nuestro periodo de análisis. El Fondo Financiero Industrial también tuvo recursos limitados y tuvo su mayor importancia en 1974 - 1978. Con la creación de Proexpo en 1967, el sector exportador comenzó a ser otro gran beneficiario de la política de crédito de fomento.

A medida que se fueron creando explícitamente como fondos de fomento, los recursos asignados como inversiones forzosas y créditos externos resultaron insuficientes y, por ende, los fondos continuaron siendo una fuente de emisión monetaria. Durante los años sesenta, y acorde con la anotación previa en torno a que el sector privado fue el gran beneficiario de la emisión en Colombia, los redescuentos totales llegaron a representar un monto cercano al de la base monetaria del país, según las estimaciones de Kalmanovitz y Avella (2003). Aparte de los efectos monetarios expansionistas que tuvo, uno de los costos del sistema de inversiones forzosas y crédito dirigido fue que dejó a los bancos recursos propios cada vez menores para financiar el crédito ordinario de corto plazo, su función tradicional (Urdinola, 1976). De acuerdo con Figueroa, Urdinola y Vélez (1979, pág. 53), el crédito ordinario de corto plazo se redujo de 8,9% del PIB en 1960 - 62 a 5,6% en 1976 - 78. Ante una demanda creciente, esto posiblemente empujó el crecimiento del mercado extrabancario. Esta y otras críticas del crédito de fomento, y el proceso más amplio de represión financiera que acompañó el modelo de intervención estatal en el sector financiero, sembraron la semilla para los cambios de política que se comenzarían a materializar en 1974, tal como veremos en el siguiente capítulo.

CUADRO I. 1 Fuentes de financiamiento de la cartera de los bancos comerciales y las corporaciones financieras

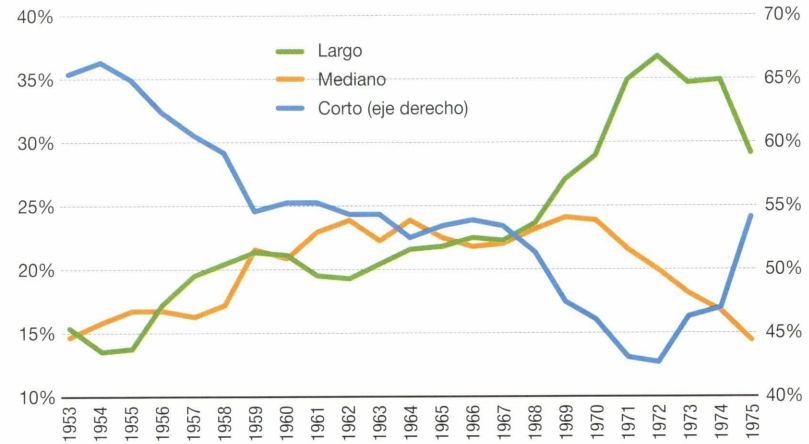
	BANCOS COMERCIALES							CORPORACIONES FINANCIERAS				
	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA		CON RECURSOS FONDOS FINANCIEROS		CON RECURSOS PROPIOS		CARTERA TOTAL	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA		BONOS EN CIRCULACIÓN		CARTERA TOTAL
	$ MILLONES	%	$ MILLONES	%	$ MILLONES	%	$ MILLONES	$ MILLONES	%	$ MILLONES	%	$ MILLONES
1962	645	16,9		0,0	3.162	83,1	3.807					
1963	900	18,9		0,0	3.867	81,1	4.767					
1964	1.242	24,3	158	3,1	3.718	72,6	5.118	336	61,4	46	8,4	547
1965	1.211	21,0	197	3,4	4.363	75,6	5.771	381	61,0	66	10,6	625
1966	1.509	22,8	419	6,3	4.678	70,8	6.606	458	60,9	134	17,8	752
1967	1.436	18,3	415	5,3	6.012	76,5	7.863	511	54,5	215	22,9	938
1968	2.107	23,9	485	5,5	6.234	70,6	8.826	691	30,4	380	16,7	2.271
1969	2.379	24,0	714	7,2	6.803	68,7	9.896	862	29,7	493	17,0	2.906
1970	3.018	25,5	871	7,4	7.949	67,1	11.838	1.303	31,2	583	14,0	4.178
1971	2.751	19,9	993	7,2	10.067	72,9	13.811	3.511	68,7	667	13,1	5.110
1972	2.394	14,8	2.001	12,3	11.833	72,9	16.228	4.186	63,0	878	13,2	6.648
1973	4.320	20,4	3.699	17,5	13.151	62,1	21.170	4.202	50,5	1.556	18,7	8.321
1974	6.184	21,0	7.149	24,2	16.148	54,8	29.481	4.745	50,2	1.594	16,9	9.452
1975	6.416	16,9	8.478	22,3	23.169	60,9	38.063	5.520	44,6	1.516	12,2	12.387
1976	5.193	10,7	11.460	23,6	31.999	65,8	4.8652	5.955	34,4	1.491	8,6	17.299
1977	15.957	22,8	16.024	22,9	38.048	54,3	70.029	6.971	27,4	1.479	5,8	25.428
1978	18.371	21,5	20.410	23,9	46.641	54,6	85.422	9.770	29,6	1.547	4,7	33.056

FUENTE: FAJARDO Y RODRIGUEZ (1980)

Uno de los principales propósitos de la política de crédito de fomento fue, como ya se señaló, alterar los plazos de la cartera. Tal como lo demuestra el gráfico I.8 (pág. 62), este objetivo se logró. Mientras que a principios de los cincuenta el 70% de la cartera bancaria correspondía a créditos de corto plazo, para finales de los años sesenta su participación se había disminuido en más de veinte puntos porcentuales. En contraste, las carteras de mediano y largo plazo presentaron un importante aumento, amparado principalmente por la canalización de redescuentos mediante las entidades de fomento.

Los objetivos de ampliar el acceso al crédito a pequeños y medianos productores estuvieron desde un comienzo en el centro de las políticas de la Caja Agraria y el

GRÁFICO I. 8 | Cartera según plazo

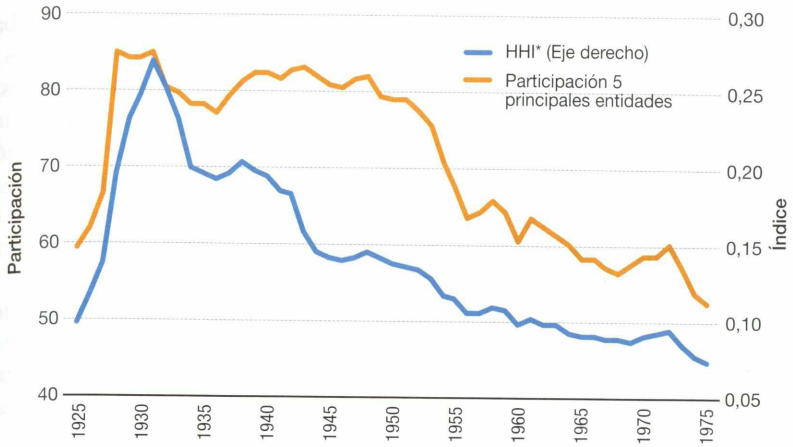


FUENTE: INFORME DEL GERENTE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Banco Popular, así como del Fondo Financiero Agropecuario. La expansión de la Caja Agraria a lo largo y ancho del país permitió también ampliar el acceso, en este caso territorial. En el caso de la vivienda, esto es más cierto en el Instituto de Crédito Territorial (que no se analiza aquí) que en el BCH. Aunque los críticos del crédito de fomento señalan que este benefició ante todo a sectores de altos ingresos, lo mismo fue cierto, e incluso más, con el crédito privado, pero no existen datos para hacer una comparación precisa. En el caso del sector privado, el objetivo de acceso al crédito fue, en el mejor de los casos, secundario. Una excepción notable fue la que con el tiempo se convertiría en la Caja Social de Ahorros, originalmente creada en 1911 por los padres jesuitas como el Círculo de Obreros de San Francisco Javier, hoy Fundación Social, transformada en caja de ahorros después de la reforma de 1923.

La política de crear nuevos tipos de intermediarios financieros se tradujo, por su parte, en un aumento considerable en el número de entidades. Mientras a principios de la década de los cincuenta solamente había registradas 17 entidades financieras, todas ellas de índole bancario, veinticinco años después ya habían registradas más de cincuenta, no solo de tipo bancario, sino también corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda. A partir de la entrada en operación de las primeras en 1963, estas entidades comenzaron a ganar una importancia creciente dentro del sector. Mientras que en su entrada en operación

GRÁFICO I. 9 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

existían apenas cinco de este tipo de compañías, para el fin del periodo de análisis ya existían dieciséis. A ellas se agregaron las corporaciones de ahorro y vivienda, que fueron creadas rápidamente después del lanzamiento del sistema Upac; ya existían nueve en 1974. Nótese que el desarrollo de estas entidades respondió a los cambios institucionales de 1957 - 1960 y 1972, y tuvo un efecto positivo tanto en la diversificación del crédito como en términos de desconcentración de la actividad financiera.

La creación de nuevas entidades se tradujo, a su vez, en una sostenida tendencia a la desconcentración de los activos del sistema financiero colombiano (Gráfico I.9). En efecto, el Índice Herfindahl (también conocido como Herfindahl-Hirschman), uno de los más utilizados para medir concentración industrial, pasó de estar en niveles relativamente concentrados en los años treinta (en torno a 0,20 en un índice que oscila entre 0 y 1) y todavía alto a mediados del siglo (0,14), a niveles más saludables hacia el final del periodo que cubre este capítulo, que muestran una creciente competencia (por debajo de 0,10 puntos). Además, las cinco principales entidades financieras pasaron de tener una participación superior al 80%

en los activos del sistema hasta los primeros años de la posguerra, a una de 60% o menos durante el primer lustro de los setenta.

Un elemento estructural adicional fue el verdadero marchitamiento de la banca extranjera durante los años treinta y cuarenta, hasta representar menos de una décima parte del sistema financiero a mediados de siglo. Desde entonces, la participación de las entidades extranjeras disminuyó un poco más y osciló entre el 6 y el 8% de los activos del sistema financiero. En el momento que se decretó la 'colombianización de la banca', en 1975, dicha participación era de 6,3%. De ahí el limitado efecto que tuvo esta medida, que en cualquier caso afectó a varias entidades, entre ellas los bancos Anglo Colombiano, Citibank y Sudameris, quienes habían estado presentes en el país desde antes de la Gran Depresión.

Otra de las ventajas del desarrollo financiero durante este periodo (y, puede decirse, de la llamada represión financiera) fue la alta calidad de la cartera. De hecho, entre 1950 y 1974, la cartera vencida como proporción de la cartera bruta se mantuvo por debajo del 2%, evidenciando solidez en las cuentas de las entidades financieras, independientemente del vaivén de la coyuntura económica.

Por su parte, la rentabilidad del sistema crediticio presentó un comportamiento disímil. Mientras en la década de los cincuenta el indicador de rentabilidad del activo presentó una tendencia descendente (al pasar de 0,8% en 1950 a 0,46%), exhibió una importante recuperación durante la década de los sesenta (hasta llegar a superar el 1% a principios de los años setenta), como consecuencia de la lógica financiera de las operaciones de redescuento, que representó gran beneficio para las entidades bancarias de fomento (González y García, 2002).

* * * * *

En síntesis, la evolución del sector financiero entre 1950 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, evidenciado principalmente en el fomento de la banca estatal y en la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados.

CAPÍTULO II

AUGE, CRISIS Y BÚSQUEDA INCONCLUSA DE UN NUEVO MODELO DE DESARROLLO FINANCIERO, 1974 - 1990

En términos de estructura económica, el periodo que cubre este capítulo fue de transición entre el modelo de fuerte intervención estatal que prevaleció en la economía y en el sector financiero, hasta mediados de los años setenta, y el de mayor libertad para funcionamiento de los mercados, que finalmente impuso la apertura económica de comienzos de los noventa. La transición, más que planeada por las autoridades como un proceso gradual, fue el resultado de la mezcla de las críticas al modelo precedente, con la ausencia de un consenso o la decisión firme de algún gobierno de poner en marcha uno nuevo. Una implicación importante es que, más que por factores estructurales, la economía pasó a estar dominada por vaivenes macroeconómicos coyunturales, que comenzaron a ser particularmente intensos durante estos años.

En materia financiera, las nuevas tendencias se tradujeron en unas primeras medidas de liberalización en 1974, que fueron sucedidas por el freno generado por la fuerte política de estabilización orientada a manejar la bonanza cafetera que se inició en 1975. Esta primera fase fue sucedida por una liberalización de mayor alcance en 1979 - 1980, que dio lugar a un ciclo de auge y colapso finan-

ciero en el periodo 1979 - 1986. Este fue un reflejo moderado del ciclo mucho más intenso que experimentaron otros países latinoamericanos, donde el auge crediticio fue de mayor alcance, así como el colapso posterior, que se tradujo en la crisis de la deuda y en una década perdida en materia de desarrollo económico.

Las repercusiones de estos eventos en el sector financiero fueron profundas. Implicaron la frustración de la primera liberalización financiera y la adopción de normas de regulación y supervisión prudencial más estrictas que ayudaran a evitar y, si tienen lugar, a manejar las crisis del sector, que generalmente ocurren en el contexto de crisis macroeconómicas. Todo ello representó un nuevo paso en el camino de garantizar la estabilidad financiera, un tema que no había sido muy importante en la fase anterior pero que se tornaría fundamental si se quería transitar a un mercado más libre y superar, así, la denominada 'represión financiera'. Como paradoja, la nacionalización u oficialización de las entidades que se quebraron durante la crisis de comienzos de los años ochenta implicó que las primeras medidas de liberalización terminaran acrecentando la participación del Estado en el sector financiero. No menos importante, en esta transición, el sector financiero y la economía en su conjunto tuvieron que aprender a vivir, por un periodo relativamente prolongado, en un ambiente de tasas de interés mucho más altas que en el pasado.

Siguiendo la estructura señalada en la introducción, la primera sección repasa los eventos macroeconómicos del periodo. La segunda enfoca su atención sobre los primeros ensayos de liberalización y manejo de la crisis financiera de comienzos de los ochenta. Por último, la tercera analiza los efectos de unos y otros desarrollos sobre el sector financiero.

1. LOS VAIVENES MACROECONÓMICOS

Las críticas al modelo de industrialización dirigida por el Estado se hicieron cada vez más abiertas en Colombia, como en toda América Latina, desde comienzos de los años setenta. De hecho, puede decirse que el Plan de Desarrollo de la administración Pastrana Borrero fue el primero que no perteneció a la visión de la industrialización como motor de desarrollo, como lo habían sido el Plan Decenal de la administración Lleras Camargo y el Plan 1969 - 1972 hecho público a finales de la administración Lleras Restrepo. La idea de que era necesario modificar el modelo de desarrollo se abrió paso gradualmente y se materializó, entre otras medidas, en la decisión de la administración Pastrana Borrero de volcar el motor de crecimiento hacia la construcción, en las primeras decisiones de apertura a las importaciones adoptadas por dicha administración en 1973 - 1974 y en las

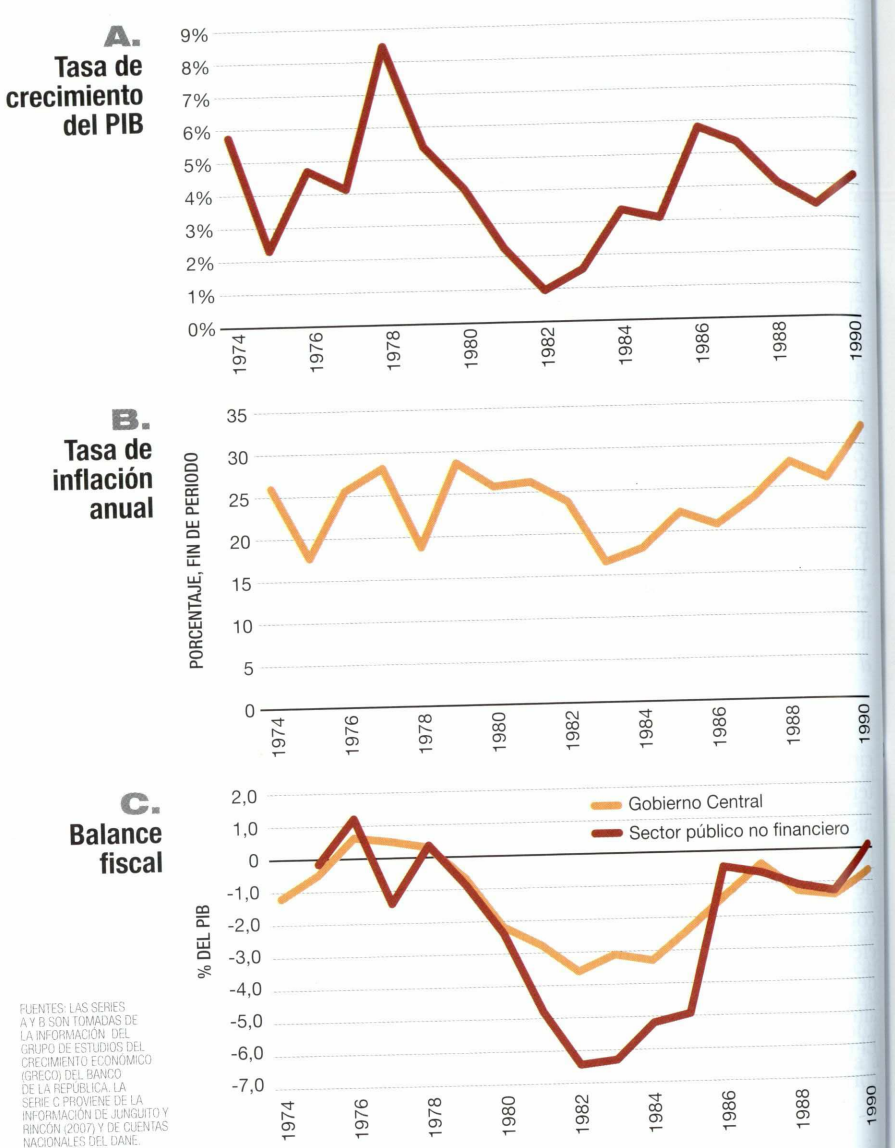
que adoptó la administración López Michelsen al inicio de su mandato. Se materializó igualmente en el giro de la administración López Michelsen hacia una política de fomento a las exportaciones no tradicionales, con un menor énfasis en los Certificados de Abono Tributario (CAT) y más en la tasa de cambio y el crédito de Proexpo, así como en la relegación del Pacto Andino a un segundo orden de prioridad. Las primeras decisiones en materia de liberalización financiera que se adoptaron a comienzos de la administración López Michelsen, a las cuales me referiré más adelante, pertenecen a esta generación de reformas graduales de mediados de los setenta.

Sin embargo, estas reformas estructurales, como las que sucedieron a finales de la década, durante la administración Turbay Ayala, fueron graduales, no abarcaron ciertos ámbitos (el control de cambios, por ejemplo) y solo la financiera tendría continuidad parcial, ya que la de comercio exterior sería revertida con fuerza durante la crisis de comienzos de los años ochenta y solo se reiniciaría de forma gradual a mediados de esa década. Algunas de las aspiraciones de cambio estructural fueron, además, abandonadas debido a eventos posteriores, en particular la propuesta de la administración López Michelsen de convertir a Colombia en una gran nación exportadora (el 'Japón de Sudamérica'), que fue derrotada por la revaluación que se produjo durante la bonanza cafetera que se inició en 1975. Más bien, el conjunto de hechos que se desarrolló a partir de la bonanza de entonces muestra la ausencia de una nueva y clara estrategia de desarrollo, que llevó a la economía en lo fundamental a bailar al son de las coyunturas (Ocampo *et al.*, 2015).

La política macroeconómica inicial de la administración López Michelsen fue la adopción de un paquete de ajuste orientado a contener la aceleración inflacionaria que se produjo a mediados de los setenta, en parte como reflejo de una tendencia internacional, pero también como la interpretación de la nueva administración de la laxitud fiscal que la precedió. El Gobierno impuso severos controles al gasto público, decretó una ambiciosa reforma tributaria, elevó la mayoría de tasa de interés y liberó algunas, y aceleró temporalmente la devaluación para compensar la reducción de los subsidios a las exportaciones no tradicionales. El efecto de estas medidas fue una fuerte desaceleración económica y una reducción de la inflación en 1975, aunque manteniendo en este último caso niveles todavía altos en relación con los que habían prevalecido hasta comienzos de los setenta. El déficit fiscal se redujo, la tasa de cambio real se devaluó y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó (Gráficos II.1 y II.2, págs. 68 y 69).

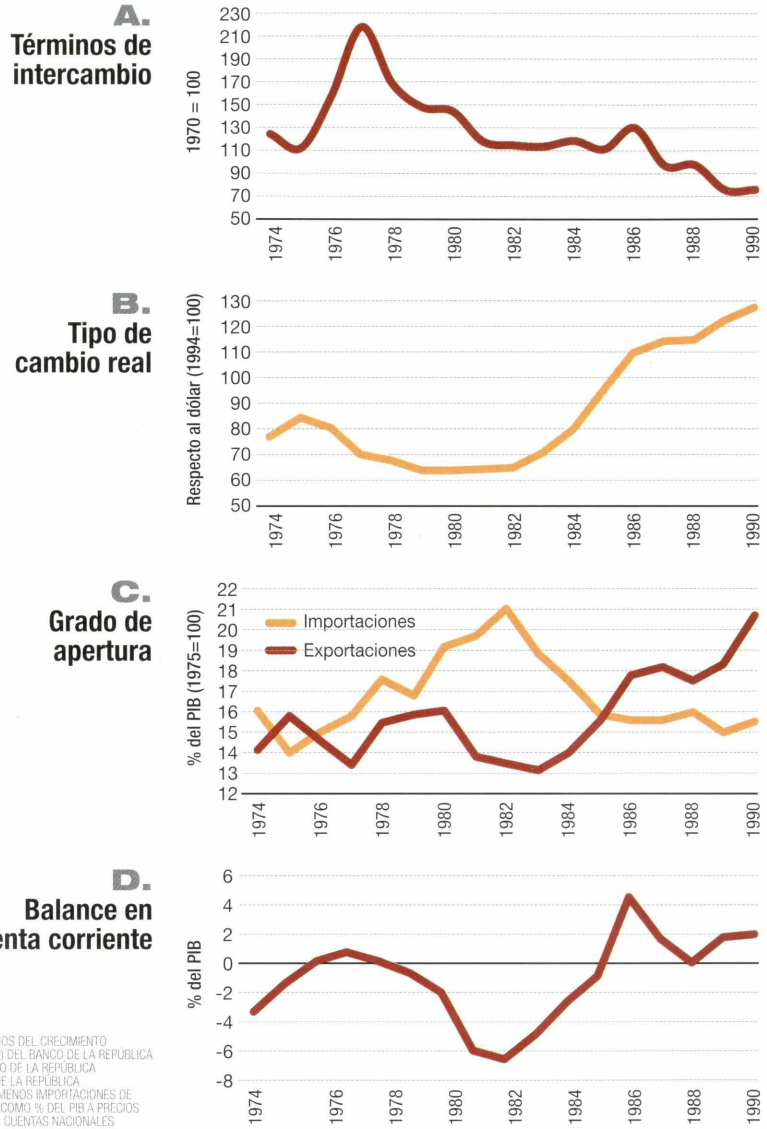
La bonanza cafetera que se inició a mediados de 1975, y la consecuente y

GRÁFICO II. 1 | Principales variables macroeconómicas



FUENTES: LAS SERIES A Y B SON TOMADAS DE LA INFORMACIÓN DEL GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA. LA SERIE C PROVIENE DE LA INFORMACIÓN DE JUNGUITO Y RINCÓN (2007) Y DE CUENTAS NACIONALES DEL DANE.

GRÁFICO II. 2 | Principales variables del sector externo



FUENTES:
A) GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
B) GRECO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CEPAL Y BANCO DE LA REPÚBLICA
D) EXPORTACIONES MENOS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES, SEGÚN CUENTAS NACIONALES

fuerte mejoría en los términos de intercambio del país (Gráfico II.2, pág. 69) dieron lugar a nuevas medidas de ajuste macroeconómico, pero ahora el eje fue la esterilización monetaria del exceso de divisas. Este plan usó tanto medidas similares a las adoptadas durante la Segunda Guerra Mundial con el mismo propósito, como el uso agresivo de los encajes para reducir el multiplicador de los medios de pago. Algunas de las medidas adoptadas durante el plan de estabilización de comienzos de la administración López Michelsen se acentuaron, en particular el ajuste fiscal, pero otras se revirtieron, en especial la expectativa de contar con una tasa de cambio real más competitiva y de transitar gradualmente hacia tasas de interés más libres. Los dos instrumentos más importantes de contención de los efectos monetarios de la acumulación de reservas fueron el sistema de certificados de cambio y el aumento drástico de los encajes bancarios. En el primer caso, se estableció a los exportadores la obligación de recibir certificados de cambio que solo podían ser redimidos tres o cuatro meses después de su expedición, con lo cual se generaba una revaluación de la moneda y se difería la monetización de las reservas internacionales a través de un 'ahorro forzoso'. Así se moderaba el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas. Por su parte, todos los encajes se elevaron de nuevo, incluyendo en enero de 1977 un encaje marginal del 100% sobre las cuentas corrientes, que duraría tres años. Por otra parte, en conjunto con la austeridad fiscal, la administración adoptó rígidos controles al endeudamiento externo, público y privado; creó mecanismos adicionales de ahorro forzoso orientados específicamente a los cafeteros (el pago de parte de la cosecha en Títulos de Ahorro Cafetero, que se acumulaba al pago de las exportaciones con certificados de cambio), y trasladó los depósitos oficiales desde las entidades financieras hasta el Banco de la República, para que sirvieran también como mecanismo de contención monetaria.

En términos del comportamiento de la demanda agregada y la actividad económica, los choques externos positivos prevalecieron sobre las fuertes medidas anticíclicas, generando un crecimiento económico que se prolongó hasta 1979, cuando puede decirse que terminó la bonanza, aunque los precios del café siguieron siendo buenos en 1980. El crecimiento para el periodo 1975 - 1979, de 5,7% anual (con un año extraordinario, 1978), fue en todo caso inferior al que había experimentado la economía colombiana durante el auge de 1967 - 1974 y, de hecho, similar al de los años de estrechez cambiaria de finales de los cincuenta y el grueso de los sesenta (véase, al respecto, el gráfico I.1 del capítulo anterior, pág. 33). Estuvo acompañado, además, de una inflación moderada, que se tornaría 'inercial' por un cuarto de siglo y que derrotó las expectativas antiinflacionarias

del paquete inicial de la administración López Michelsen. Por su parte, el balance del gobierno central y la cuenta corriente de la balanza de pagos experimentarían superávit, hasta 1978 y 1980, respectivamente, y la tasa de cambio real se apreció de manera importante (Gráficos II.1 y II.2, págs. 68 y 69).

La administración Turbay Ayala adoptó a partir de agosto de 1978 un programa radicalmente diferente, de hecho expansionista en materia fiscal y de endeudamiento externo, que en nada recordaba los esfuerzos de austeridad fiscal de su antecesor. El Plan de Desarrollo de dicha administración planteó, en efecto, la necesidad de acelerar la integración nacional mediante un plan masivo de inversión pública financiado con crédito externo. Debido al temor de que la ampliación del gasto público tuviera efectos inflacionarios, aceleró la liberación de importaciones: redujo en cerca de cinco puntos porcentuales el arancel promedio, trasladó en gran escala productos del régimen de licencia previa al de libre importación y creó el sistema de las 'licencias globales' para promover la importación de bienes de capital. Como elemento de continuidad con el pasado, la administración adoptó un nuevo plan de contracción monetaria, que se concretó a comienzos de 1980, pero con un mecanismo enteramente nuevo: la venta masiva de títulos del Banco de la República en el mercado (operaciones de mercado abierto) bajo un régimen en el cual la mayoría de las tasas de interés se liberó y que redujo los encajes (véase la sección 2 de este capítulo)[16].

Una de las implicaciones del nuevo paquete de políticas fue que Colombia entró, entre 1980 y 1982, aunque afortunadamente de manera tardía, en el auge de financiamiento externo que venían experimentado otras naciones latinoamericanas. Sin embargo, el punto de partida de esta fase de endeudamiento fue muy favorable, gracias a la cantidad considerable de reservas internacionales que se habían acumulado durante los años de bonanza, que para 1979 eran solo ligeramente inferiores a la deuda externa del país; es decir, por primera vez en su historia moderna, la deuda externa neta de Colombia era prácticamente de cero (Cuadro II.1, pág. 72). Esto le daría al país un margen de defensa con el cual no contaron otros países de la región ante la crisis latinoamericana de la deuda que se desencadenó en 1982.

No obstante, como otras fuentes de expansión (en particular los precios del café) habían cambiado de signo, ni la política fiscal expansiva, ni el auge de financiamien-

16 Una parte importante de los 'títulos de participación' que vendió el Banco de la República durante estos años estaba orientado a reducir el faltante de recursos de los fondos de fomento y, por esta vía, evitar la expansión monetaria que se generaba con ellos. Véase al respecto, la segunda sección de este capítulo.

CUADRO II. 1 | **Deuda externa** (Millones de dólares)

	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1970	1.050	325	1.375	404	1.319	1.723	3.098	152	2.946
1971	1.213	344	1.557	405	1.472	1.877	3.434	170	3.264
1972	1.199	392	1.591	432	1.726	2.158	3.749	345	3.404
1973	1.140	365	1.505	470	2.022	2.492	3.997	516	3.481
1974	1.413	302	1.715	486	2.220	2.706	4.421	430	3.992
1975	1.235	367	1.602	479	2.470	2.949	4.551	547	4.004
1976	1.324	404	1.728	510	2.562	3.072	4.800	1.166	3.634
1977	1.075	389	1.464	511	2.779	3.290	4.754	1.830	2.925
1978	1.221	363	1.584	568	2.896	3.464	5.048	2.482	2.566
1979	1.348	473	1.821	565	3.456	4.021	5.842	4.106	1.736
1980	1.742	514	2.256	565	4.324	4.889	7.145	5.416	1.729
1981	2.036	865	2.901	733	5.232	5.965	8.866	5.570	3.296
1982	2.451	1.196	3.647	972	6.078	7.050	10.697	4.831	5.866
1983	2.504	1.285	3.789	1.185	6.876	8.061	11.850	2.999	8.852
1984	2.389	1.451	3.840	984	7.849	8.833	12.673	1.704	10.970
1985	2.038	1.576	3.614	1.326	9.595	10.921	14.535	1.975	12.560
1986	1.711	1.607	3.318	319	12.463	12.782	16.100	3.369	12.731
1987	1.905	1.539	3.444	226	13.842	14.068	17.512	3.334	14.178
1988	2.241	1.560	3.801	311	13.823	14.134	17.935	3.709	14.226
1989	1.492	1.280	2.772	980	13.835	14.815	17.587	3.753	13.834
1990	1.409	1.113	2.522	885	14.586	15.471	17.993	4.402	13.591

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

to, ni el auge crediticio que lo acompañó, se tradujeron en un mayor crecimiento económico. Por el contrario, la economía se desaceleró fuertemente (a 1,0% en su peor momento, en 1982). La cuenta corriente experimentó un deterioro rápido y masivo: de un superávit que había llegado casi al 2% del PIB en 1977 a un déficit de cerca del 7% en 1983. El deterioro estuvo alimentado por la revaluación real adicional y por el fuerte aumento de las importaciones generado por las medidas parciales de apertura (Gráfico II.2, pág. 69). Ello no repercutió inicialmente en las reservas internacionales debido al fuerte endeudamiento externo. Este se orientó en una mayor proporción al sector público y financió gran parte del déficit fiscal, que se amplió también de forma acelerada: al 6,5% del PIB en el caso del sector público

consolidado en 1982, versus un virtual equilibrio durante los años de la bonanza cafetera. El endeudamiento externo del sector privado también aumentó, como parte del auge crediticio de dichos años, que se alimentó con las medidas de liberalización financiera de comienzos de la administración Turbay.

El legado que recibió la administración Betancur fue, por lo tanto, complejo: una virtual paralización de la economía en medio de muy elevados déficits fiscal y externo, una crisis financiera que se desencadenó en 1982 y se profundizaría en los años siguientes, y la persistencia de la inflación. La crisis financiera fue manejada, como veremos, con la nacionalización de varias entidades que estaban en dificultades, así como el suministro de liquidez a otras. Por su parte, el manejo de la crisis macroeconómica dio lugar a dos paquetes de política completamente diferentes.

El primero, adoptado a comienzos de 1983, tuvo como objetivo esencial la reactivación económica. El Gobierno emprendió un plan de vivienda popular y creó múltiples líneas de crédito en el Banco de la República para sectores en crisis, así como un nuevo fondo, el de Capitalización Empresarial (véase la segunda sección de este capítulo). Pese a las nuevas facilidades crediticias, la tasa de interés real se elevó fuertemente (Gráfico II.4, pág. 83), alimentada sin duda por las incertidumbres en los mercados de capitales internacionales relevantes para América Latina, así como por la liberalización, que en materia de tasas de interés se mantuvo. El ajuste fiscal fue moderado, pero incluyó la transformación del impuesto a las ventas en un moderno impuesto al valor agregado (IVA), cuyos beneficios se verían durante la segunda fase de ajuste. En el frente externo, el manejo implicó una reversión radical de la política de apertura comercial que se había iniciado a finales de la administración Pastrana Borrero y que se aceleró durante la de Turbay Ayala. El aumento de los aranceles estuvo acompañado por el más riguroso control directo a las importaciones desde los años sesenta, un aumento de los subsidios a las exportaciones y una aceleración moderada del ritmo de devaluación. Estas medidas estuvieron acompañadas, además, por el reforzamiento del control de cambios internacionales.

La fuerte pérdida de reservas internacionales de 1983 (US$1.717 millones, US$2.457 millones si se agregan las pérdidas de 1982, equivalente al 44% de la reservas de finales de 1981) no solo llevó a acentuar el cierre a las importaciones, sino a un giro fuerte en la política macroeconómica a mediados de 1984, que centró su atención en la corrección del desequilibrio externo. Aunque se mantuvieron el control a las importaciones y los subsidios a las exportaciones no tradicionales, que se habían adoptado durante el programa anterior, sumado a que se reforzó el control de cambios, los elementos básicos de la nueva política fueron la ace-

leración en el ritmo de devaluación y la reducción del déficit fiscal. En el frente fiscal, se combinaron recortes modestos del gasto público con medidas tributarias fuertes, en especial fuertes recargos arancelarios y efectos plenos de la puesta en marcha del IVA; se renegoció, además, la deuda del Gobierno con el Banco de la República a tasas de interés cercanas a cero. La agudización de la crisis financiera, debido a la crisis del Grupo Grancolombiano, llevó, además, a la adopción de medidas más radicales para sanear el sector. Las tasas de interés se mantuvieron, sin embargo, en niveles muy elevados.

Esta segunda fase contó con una monitoría del Fondo Monetario Internacional. Como Colombia había sido afectada por el 'contagio' de la crisis de la deuda de la región, las intervenciones de este organismo multilateral, así como del entonces presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Paul Volcker, esto fue fundamental para evitar que Colombia entrara a hacer parte de los procesos de reestructuración de la deuda. En particular, estas intervenciones facilitaron la negociación de grandes paquetes de crédito con los acreedores privados internacionales, que en esencia comprometieron a los bancos a otorgar nuevos créditos proporcionalmente a sus acreencias con Colombia. El carácter 'semivoluntario' de estos paquetes de financiamiento representó, por lo tanto, un camino intermedio entre los créditos estrictamente voluntarios (que ya no estaban disponibles en gran magnitud para ningún país de la región) y las renegociaciones formales que llevaban a cabo al mismo tiempo otros países latinoamericanos.

Durante los años de ajuste, el crecimiento económico se recuperó en relación con 1982, pero la inflación, después de bajar hasta 1983, retomó su senda ascendente para colocarse en el rango típico de la inflación inercial que se había entronizado en el país. El déficit fiscal se redujo, especialmente en el caso del gobierno central, así como el déficit externo, debido a menores importaciones en un principio; así se produjo una significativa devaluación real. Todo ello, unido a la contención definitiva de la crisis financiera, permitió la transición a una senda macroeconómica más sostenible.

La recuperación y el tránsito hacia una nueva fase de crecimiento fueron acelerados por la 'minibonanza' cafetera de 1986, mucho más moderada, tanto en intensidad como en duración, a la de la segunda mitad de los años setenta. El aumento de los precios del grano, que se inició a finales de 1985, permitió una fuerte recuperación de la actividad económica, un crecimiento cercano al 6% en 1986, en conjunto con un superávit en cuenta corriente y un déficit fiscal modesto, especialmente del sector público consolidado, facilitado en este caso por el superávit del Fondo Nacional del Café. Este último implica que, al igual que en la bonanza

precedente, parte del ajuste recayó sobre el 'ahorro forzoso' de los cafeteros, aunque en este caso sin tener que revertir la devaluación real de los años anteriores. Obviamente, la menor intensidad y duración del periodo de altos precios del café, así como las incertidumbres que todavía rondaban en los mercados de crédito externo relevantes para América Latina, impidió que se tradujera en una nueva revaluación real, como había sido típico en el pasado.

Aunque la bonanza cafetera resultó muy corta, la economía logró mantener un ritmo de crecimiento aceptable en los años siguientes, lo cual fue sobresaliente en un contexto latinoamericano que siguió siendo negativo. Esto fue posible, en especial, al rápido crecimiento de las exportaciones mineras y no tradicionales, que elevaron sustancialmente el coeficiente de exportaciones de Colombia en la segunda mitad de los ochenta. Así se rompió por lo demás con una larga fase, que había durado cuatro décadas, durante las cuales el coeficiente de exportaciones se redujo primero y se estancó posteriormente (véanse, al respecto, los gráficos I.2, pág. 34 y II.2, pág. 69). Con los acuerdos con el Banco Mundial de mediados de la década, se inició una gradual apertura a las importaciones, pero el coeficiente respectivo se mantuvo relativamente constante. La mezcla de una tendencia positiva de las exportaciones, el coeficiente moderado de importaciones y una tasa de cambio competitiva fue una cuenta corriente fuerte, pese a unos términos de intercambio internacionales adversos.

El crecimiento económico se tendió a desacelerar a partir de 1988, al tiempo que se aceleraba de nuevo la inflación. El escaso dinamismo de la demanda interna fue la causa fundamental del primero de estos procesos. Sin embargo, el protagonista macroeconómico de finales de los ochenta fue el tipo de cambio, debido a dos eventos diferentes. El primero fue el colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café en 1989. La incertidumbre que generó este hecho llevó a la administración Barco a acelerar el ritmo de devaluación a partir del segundo semestre de ese año, por temor a enfrentar de nuevo déficits externos apreciables. El segundo evento fue la decisión de iniciar un proceso de liberación gradual de importaciones en febrero de 1990. Debido a los efectos adversos de esta decisión sobre la balanza de pagos, se pensó que una tasa de cambio muy competitiva era clave para el éxito de esta apertura comercial. Hacia finales de 1990 fue evidente, sin embargo, que los altos ritmos de devaluación se estaban traduciendo en una aceleración de la inflación, que en dicho año alcanzó el nivel más alto en varias décadas (32,4%, un nivel que solo se había alcanzado en la posguerra en 1963). Esto dio paso al programa de estabilización que lanzó la administración Gaviria a comienzos de su mandato, que se analiza en el siguiente capítulo.

Cabe anotar, finalmente, y como puente entre los temas que se analizan en esta y la siguiente sección, que dos características del manejo monetario y crediticio del periodo que analizamos en el capítulo fue la mayor inestabilidad generada por la acumulación y desacumulación de reservas internacionales, pero también la mayor capacidad de estabilización de dichas fluctuaciones, con una mezcla de instrumentos diferentes al pasado. La primera de estas características refleja, sin duda, diferencias fundamentales en el funcionamiento de la economía antes y después de mediados de la década de los setenta, entre ellas la mayor volatilidad de los flujos internacionales de capitales. La compensación de estas fluctuaciones se logró tanto utilizando aquellos que afectaban la base monetaria (créditos del Emisor a los sectores público o privado, y operaciones con pasivos no monetarios) como al multiplicador (política de encaje). Aunque, según hemos visto, estos últimos se siguieron utilizando activamente, los primeros adquirieron una mayor importancia. En efecto, mientras en el periodo 1940 - 1974 solo un 46% de los efectos contraccionistas o expansionistas de las reservas fue compensado a través del manejo de otros activos netos que conforman la base. Esta proporción se elevó al 83% en 1975 - 1987. Además, la capacidad estabilizadora fue mucho mayor: mientras en el periodo 1940 - 1974, el 67% de las presiones sobre los medios de pago fue compensado a través de otras operaciones que afectaban la base, en 1975 - 1987 esta proporción se elevó al 97% (Ocampo, 1989).

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES Y EL MANEJO DE LA CRISIS FINANCIERA

a. Las primeras medidas de liberalización financiera

El ambiente en favor de una gran transformación institucional del sector crediticio se fue haciendo cada vez más fuerte a comienzos de la década del setenta, como había acontecido a comienzos de los veinte y finales de los cuarenta, que en su momento abrieron el paso a las reformas de 1923 y 1951. En todos estos casos, el debate nacional estuvo orientado por las ideas y el ambiente internacional, que pregonaban la necesidad de liberar las fuerzas del mercado. La reforma financiera de 1974, que adoptó la administración López Michelsen a comienzos de su mandato, fue el primer paso en esta dirección. Aunque la creación del sistema Upac había garantizado una tasa de interés real positiva para los ahorradores, rompiendo un patrón de más de dos décadas, siguió la tradición del periodo anterior de crear nuevos intermediarios especializados para realizar distintas actividades crediticias y de utilizar el Banco de la República para la transformación de los plazos que requerían los créditos de largo plazo. Por el contrario, la reforma de 1974 no creó nuevos intermediarios especializados[17], sino que buscó una mayor competencia entre los existentes, así como reducir la dependencia de los recursos primarios del Banco de la República en la generación del crédito al sector privado. Fue, sin embargo, un paso apenas moderado hacia un mercado financiero más libre y, en cualquier caso, su desarrollo fue interrumpido muy pronto por las medidas de contracción monetaria adoptadas durante la bonanza cafetera que se inició en 1975.

La justificación básica de esta reforma, como las que le sucederían en 1979-1980, fue que la excesiva intervención del Gobierno en la determinación de las tasas de interés y en la asignación del crédito estaba frenando el desarrollo del sector financiero. En términos estrictos, como vimos en el capítulo anterior, la actividad financiera se venía profundizando en las décadas precedentes, aunque dependiendo de la creación de nuevas entidades, oficiales primero y privadas después, y en este último caso tanto las reguladas (las corporaciones financieras en los sesenta y las corporaciones de ahorro y vivienda en los setenta) como, en menor medida, las no reguladas (en especial las que después se denominaron compañías de financiamiento comercial). Sin embargo, las regulaciones se habían tornado cada vez más complejas y generaban una continua fricción entre las funciones del Banco de la República como banco central y como cabeza, simultáneamente, del sistema de crédito de fomento. Además, con la excepción de la Upac, las tasas de interés se rezagaron con la aceleración de la inflación en 1973 - 1974 y la inercia que adquirió la dinámica de aumento de los precios desde entonces.

Para iniciar la superación de esta represión financiera, según la terminología que, como vimos, pusieron en boga entonces Ronald McKinnon y Edward Shaw, la reforma elevó las tasas de interés de ahorro y a término y liberó las que podían cobrar los bancos comerciales en sus operaciones ordinarias (Jaramillo, 1982; Kalmanovitz y Avella, 1998; Ortega, 1979). Al mismo tiempo, y para reducir la heterogeneidad de las tasas de interés pasivas generadas por la introducción de la Upac, puso un techo a la corrección monetaria y en la reforma tributaria que se expidió por la misma época gravó una parte de la corrección monetaria. De esta manera, aunque por una y otra vía eliminó el carácter de la Upac como instrumento de 'poder adquisitivo constante', el Gobierno corrigió la gran asimetría en las tasas de interés que se había generado con su creación

17 En 1973, mediante el Decreto 1773, y en 1974 con el Decreto 971, se había dado, sin embargo, un paso al reconocimiento de los agentes que operan en el mercado extrabancario, pero su reconocimiento definitivo solo se daría, como veremos, en 1979, cuando se vinieron a denominar Compañías de Financiamiento Comercial.

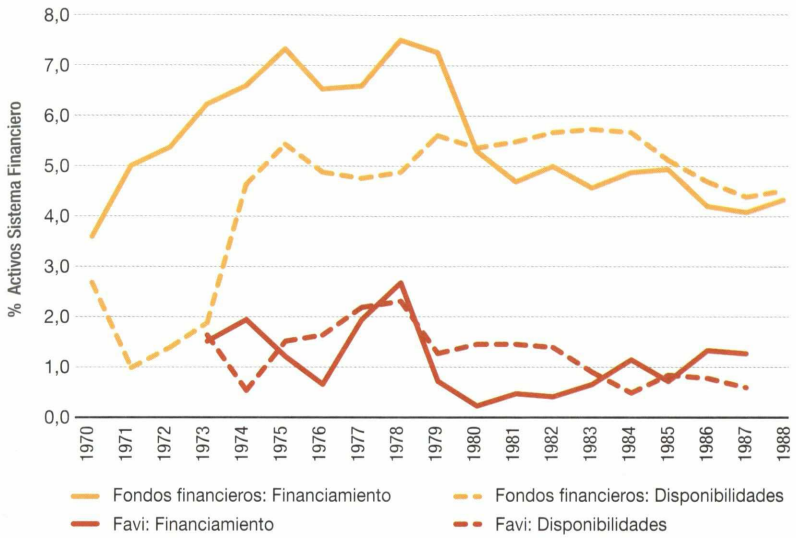
y que hubiera sido imposible mantener por mucho tiempo, particularmente en un ambiente en el que se entronizó una inflación inercial, cuyo efecto sobre las tasas de interés ya estaba incluido en el diseño de la Upac pero no en el resto de tasas. Sin embargo, el Gobierno se abstuvo de liberar las tasas de interés pasivas o las activas para las operaciones de fomento. Por otra parte, se redujeron los requisitos de encaje para dar al sistema bancario más libertad para prestar sus propios recursos.

Con este conjunto de medidas, se buscaba que los intermediarios compitieran más activamente por atraer el ahorro financiero directamente del mercado, gracias a unas tasas de interés más atractivas. Aunque el crédito de fomento no se desmontó, fue objeto de una importante reorganización, mediante la cual varias líneas fueron suprimidas, al igual que algunas inversiones forzosas que eran su contrapartida. Se buscó también reducir los recursos de emisión que se canalizaban a través del crédito de fomento, aumentando sus disponibilidades. Sin embargo, el efecto neto fue insuficiente y los fondos de fomento siguieron siendo una fuente de emisión (Gráfico II.3, pág. 79). Nótese que esto no es cierto en el caso del Favi, cuyo comportamiento fue estrictamente cíclico, y por lo tanto tendió a ser una fuente de emisión durante años de iliquidez del sistema Upac (especialmente 1984 y 1986 - 1988), pero en general fue superavitario. Cabe agregar que, como parte del menor énfasis otorgado a los mecanismos de fomento, las inversiones del IFI en nuevas empresas entraron en un proceso de franco marchitamiento.

Desde el punto de vista de regulación monetaria, aparte de reducir los encajes, la reforma limitó el acceso de los bancos a los recursos del Emisor, salvo para los créditos ordinarios con finales de liquidez y los créditos de fomento. Elevó las tasas de redescuento y las sanciones por desencajes, y modificó el manejo de las primeras para aplicarlas con criterio de política monetaria y no con finales de crédito dirigido. Aunque, finalmente, planteó la posibilidad de introducir nuevos instrumentos de control monetario, en particular las operaciones de mercado abierto, este objetivo no se cumplió por el momento.

Las medidas masivas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera suspendieron, desde mediados de 1975, los efectos de la reforma. En esta coyuntura económica, las autoridades monetarias colombianas adoptaron un plan masivo de estabilización, cuyos elementos fundamentales fueron, según vimos, el uso de los certificados de cambio de maduración diferida y un aumento drástico de los encajes bancarios, tanto a cuenta corrientes (incluyendo el restablecimiento del encaje marginal del 100% en 1977) como de ahorro y depósitos a término. Retornando igualmente a prácticas del pasado, permitió computar dentro del encaje

GRÁFICO II. 3 | **Crédito neto del Banco de la República a fondos de fomento y Favi**



* Incluye Proexpo, FIP, FFAP, FF1, FDE, Fondo de Garantías FCE y Fondo Forestal.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN GÓMEZ (1990) E. INFORME DEL GERENTE A LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

las operaciones de fomento. Fuera de ello, mantuvo o fijó nuevos topes a la tasa de interés.

El manejo de los fondos de fomento durante la bonanza constituyó un elemento de ruptura, pero también de continuidad con las medidas adoptadas en 1974. Por una parte, el acceso a los recursos de los fondos fue una de las excepciones a las fuertes medidas monetarias y crediticias contraccionistas, por lo cual el crédito pasó a depender más, aunque solo en forma temporal, del redescuento en los fondos de fomento. Por otra, se mantuvieron los esfuerzos por evitar la emisión monetaria a través de los fondos, lo cual era ahora más necesario dada la fuerte orientación contraccionista de la política monetaria. Para el financiamiento del crédito de fomento, se recurrió a la emisión de títulos valores a tasas de interés competitivas; esto significó, sin embargo, que los fondos se vieron obligados a elevar sus tasas de interés para cubrir los mayores costos. Pese a ello, el primero de

estos efectos prevaleció, y los fondos fueron utilizados en mayor escala y se convirtieron en una mayor fuente de emisión, particularmente durante los años del encaje marginal del 100% (Gráfico II.3, pág. 79). Otro curioso elemento de continuidad fue el que introdujo la posibilidad de vender libremente los certificados de cambio en el mercado, que en cierto sentido contribuyó a la transición a tasas de interés más libres, aunque reguladas indirectamente, a través de cambios en los plazos de redención de dichos certificados y los descuentos con los cuales los podía adquirir el Banco antes de su maduración (Jaramillo, 1982).

Aunque las medidas anticíclicas adoptadas durante la bonanza lograron su cometido de contrarrestar las fuentes exógenas de expansión monetaria, generaron a su vez innumerables distorsiones dentro del sistema financiero, poniendo en duda la viabilidad de su continuidad, en particular múltiples 'innovaciones financieras' orientadas a eludir los controles. Las principales fueron las ventas de cartera a particulares (que estos compraban con las cuentas que tenían en los propios bancos), las cuentas convenio (depósitos de ahorro, con encajes más bajos, que se trasladaban automáticamente a cuentas corrientes cuando lo requiriera el depositante) y el uso más activo de los 'mandatos comerciales' manejados a través de las secciones fiduciarias de los bancos.[18] Por todas estas vías, la autoridad monetaria perdió parte de la discrecionalidad en el manejo de la liquidez de la economía.

Estas distorsiones, así como el debilitamiento de la bonanza, abrieron el camino para retomar los esfuerzos de liberalización financiera en 1979 - 1980. De acuerdo con el principal vocero de las reformas, Francisco Ortega, se necesitaba, para retomar el control monetario, cambiar la forma de hacer la política respectiva, cambiando los mecanismos de ahorro forzoso y los elevadísimos encajes por operaciones de mercado abierto (OMA, como se vinieron a denominar) en el contexto de un mercado libre de capitales, lo cual exigía la liberación de las tasas de interés pasivas del sistema financiero. Por otra, y retornando a las ideas que rondaron en torno a la reforma de 1974, era necesario, desde un punto de vista más estructural, estimular la formación de ahorro interno y su utilización más eficiente. El problema central era nuevamente, a su juicio, la poca flexibilidad de tasas de interés, es decir, de acuerdo con la terminología ya en boga, superar la represión financiera (Ortega, 1979). Desde el punto de vista de la política económica, puede decirse que los objetivos de corto plazo fueron los que prevalecieron en las decisiones que se adoptaron entonces. De hecho, un ambiente de mayor libertad financiera podía ciertamente aumentar la intermediación financiera, aunque introduciendo nuevas fuentes de volatilidad que pronto se hicieron presentes. Sin embargo, el mayor 'ahorro financiero' no implicaba mayor ahorro, en el sentido macroeconómico del término, es decir menor consumo, como lo reflejan estimaciones para Colombia de la poca relación del ahorro con las tasas de interés (véase, por ejemplo, Ocampo, Crane y Farné, 1990), y la nula correlación entre el ahorro financiero y el ahorro en términos macroeconómicos (Fernández, 1994, cap. 6)[19].

Las OMA se iniciaron en 1979 usando 'títulos de participación' del Banco de la República. Sin embargo, ante la presión del sistema financiero para que el gobierno lo dejara competir con esos nuevos instrumentos, a comienzos de 1980, la Junta Monetaria liberó las tasas de los CDT del sistema financiero y eliminó el encaje marginal del 100%; unos pocos meses después, aumentó las tasas de interés controladas para que pudieran competir con la de los CDT. La mayor disponibilidad de recursos propios de las entidades financieras y la mayor posibilidad de utilizarlos, a través de las captaciones de CDT y de los menores encajes de todo tipo de pasivos, lograron reducir finalmente la demanda de los recursos de los fondos de fomento y eliminar finalmente la emisión a través de ellos (Gráfico II.3, pág. 79). Adicionalmente, se expidieron algunas normas para flexibilizar los requisitos patrimoniales de las entidades del sistema financiero. Un ejemplo de ello fue la Resolución 10 de 1980, que autorizó a los establecimientos bancarios a emitir certificados de depósitos a término hasta por cinco veces el monto de su capital pagado y reserva legal, al tiempo que se reducían en más de diez puntos porcentuales los encajes sobre estos certificados.

Como elemento complementario, el Gobierno Nacional decidió crear la Comisión Nacional de Valores, mediante la Ley 32 de 1979, con el objetivo de estimular, organizar y regular el mercado público de valores. Dicha entidad respondía principalmente a la falta de confianza del público inversionista en el mercado bursátil, gracias al surgimiento de múltiples prácticas para evadir controles y a las grandes pérdidas sufridas por los ahorradores en algunos fondos de inversión (Figueroa, Urdinola y Vélez, 1979). Esta organización fue creada, por lo tanto,

18 Véase Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República (1982), donde se analizan, además, las distorsiones de las estadísticas monetarias que generaron estas innovaciones.

19 Por otra parte, el ahorro financiero es un acervo y el ahorro macroeconómico es un flujo, hecho que se ignoró generalmente en estos debates.

con el propósito de brindar transparencia, mediante el suministro de información sobre la realización de operaciones a través de bolsa, en aras de incitar confianza y seguridad en los ahorradores e inversionistas. Esto era esencial en el contexto de la nueva política, dado que uno de los papeles centrales de la bolsa era generar liquidez a los nuevos instrumentos de manejo monetario.

Uno de los efectos más importantes de estas reforma fue, sin embargo, el aumento considerable (en más de diez puntos porcentuales) de las tasas de interés en los últimos años de la década de los setenta y primeros de los ochenta (Gráfico II.4, pág. 83). Este aumento se dio tanto en las tasas pasivas como activas, y tanto en las nominales como en las reales, ya que la tasa de inflación mantuvo su ritmo inercial. Eran niveles que el país no conocía. En un contexto de amplio financiamiento externo, la liberalización financiera generó, además, como en todas las bonanzas de su género, un auge crediticio interno. Ello fue sucedido, con mayor intensidad que en los años cincuenta, por un colapso que sumió al país en su segunda crisis financiera[20]. El precedente había sido la crisis de comienzos de los treinta, que en ese caso estuvo en gran medida confinada, como vimos en el capítulo anterior, a los bancos hipotecarios y que fue manejada a través de un proceso de marchitamiento de las entidades respectivas, la absorción de su cartera por parte del BCH y la moratoria de la deuda externa.

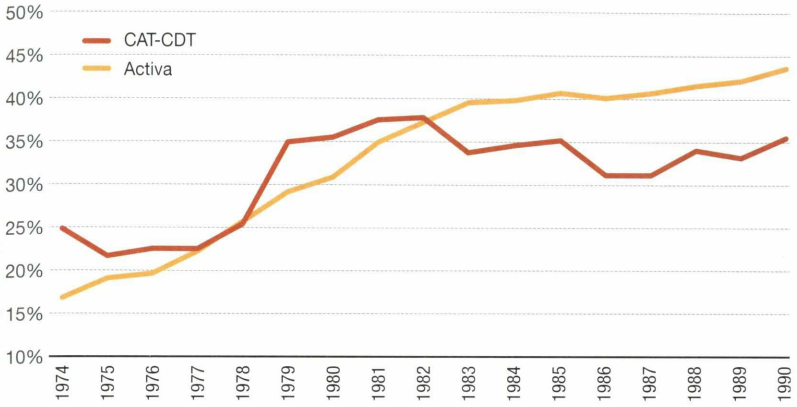
Aunque la tasa de interés activa se mantuvo baja en términos reales hasta 1980, los márgenes de intermediación venían aumentando desde antes, y en forma considerable (Gráfico II.5, pág. 85). El aumento había sido gradual pero leve durante el periodo anterior, con una aceleración a comienzos de los setenta. Sin embargo, el aumento más marcado se produjo durante el periodo que se analiza en este capítulo y, especialmente, en la segunda mitad de los años setenta. Desde entonces se mantuvo alto hasta el auge financiero de los años noventa (véase el siguiente capítulo). Entre los tres determinantes básicos del margen que estima Salazar (2005b), la elevación de los costos laborales como proporción de los activos de los bancos, por el equivalente a dos puntos porcentuales, es importante tanto en el periodo anterior como en la segunda mitad de los setenta, pero difícilmente explica un aumento acumulado del margen entre 7 y 10 puntos[21]. El acrecentamiento de la 'represión financiera' antecede por casi una década el periodo de más fuerte aumento del

20 Nótese que excluyo la crisis de finales de los cincuenta, porque aunque afectó la deuda comercial del país, no estuvo acompañada por quiebras de los intermediarios financieros nacionales.

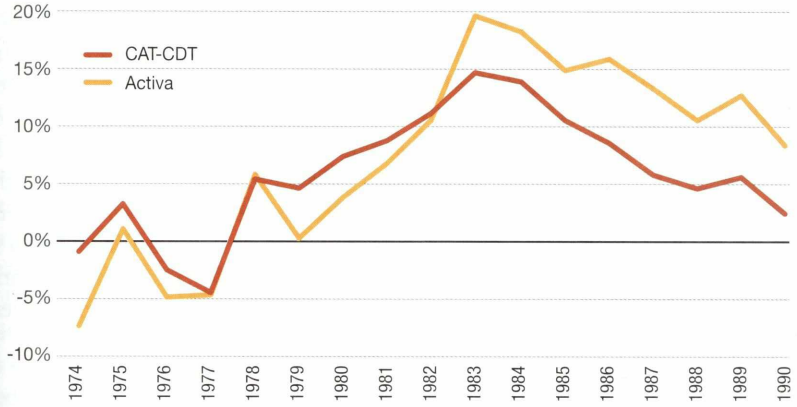
21 Salazar (2005b) estima un coeficiente de esta variable en torno a 2, pero no tiene sentido que este coeficiente sea superior a un valor unitario.

GRÁFICO II. 4 | Tasas de interés

A. Nominal (% efectivo anual)



B. Real (% efectivo anual)



FUENTE: GRECO, SALAZAR (1995) Y ELABORACIÓN PROPIA.
ACTIVA: GRECO CON BASE EN CAYCEDO ET. AL.(1997), SALAZAR (1995), ROMERO (1994).
CAT-CDT: TASA DE INTERÉS PASIVA ANUAL EMPALMANDO RENDIMIENTO CERTIFICADO DE ABONO TRIBUTARIO (CAT) A 90 DÍAS (1968-1980:4) Y CDT A 90 DÍAS (1980:5-1997) CÁLCULOS GRECO.

margen, por lo que, aunque esta variable sin duda tuvo una incidencia, tampoco puede decirse que sea la explicación fundamental[22]. Así las cosas, es posible que la aceleración de la inflación haya sido el factor más importante, como por lo demás lo indica la fuerte correlación contemporánea entre ambas variables (Salazar, 2005b, Gráfico 7). El efecto de esta variable estaría asociada, según esta autora, tanto al impuesto inflacionario sobre los altos encajes a las cuentas corrientes, como por las incertidumbres que introdujo la inflación sobre una actividad (la crediticia) que es intertemporal por su propia esencia (Salazar, 2005a, pág. 237).

La crisis de los años ochenta fue alimentada también por los eventos internacionales a los cuales ya he aludido, entre ellos el deterioro en los precios de productos básicos (el café en el caso colombiano) a comienzos de los años ochenta y la decisión de la Reserva Federal de los Estados de permitir una súbita e inusual elevación de las tasas de interés en 1979, que redujo el apetito por prestar a las economías emergentes y dio lugar, con un rezago, a la decisión mexicana, en agosto de 1982, de suspender temporalmente el servicio de la deuda externa, que dio lugar al estallido de la crisis latinoamericana de la deuda.

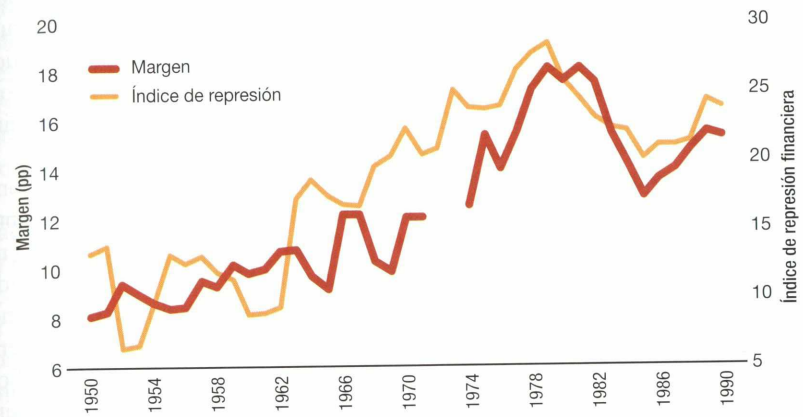
b. La crisis financiera de 1982-1986 y la recuperación

Aunque el deterioro macroeconómico y el ambiente internacional adverso contribuyeron, sin duda, por un lado, a la crisis financiera, especialmente a la fuerte desaceleración económica y a la recesión industrial a la cual dio lugar a comienzos de la década, por otro, al efecto de la devaluación sobre empresas endeudadas en dólares, a estos factores se agregaron otros propios del manejo del sector financiero en el país[23]. Algunos de estos problemas fueron similares a los que enfrentaron otros países de la región y economías emergentes. De hecho, solo a partir de la oleada de crisis financieras de comienzos de los años ochenta se difundió el principio de que los procesos de liberalización financiera deben ser precedidos por una regulación y supervisión prudencial estrictas. Y aun este principio, no se aplicó con rigor y posterioridad en muchas economías emergentes e incluso desarrolladas.

22 Por lo demás, el coeficiente estimado por dicha autora para esta variable se modifica mucho entre una y otra estimación. La fuerte correlación entre el índice de represión financiera y la inflación genera, además, problemas de colinearidad en las estimaciones estadísticas, que hace difícil discernir con precisión el efecto de estas dos variables.

23 Para un análisis de esta crisis, sobre la cual se basa en gran medida el análisis que sigue, véanse Fernández (1994, cap. 11) y Caballero y Urrutia (2006).

GRÁFICO II. 5 | Bancos: margen e índice de represión financiera



FUENTE: SALAZAR (2005B)

El primero de los problemas fue precisamente la ausencia de un marco apropiado de regulación y supervisión prudencial para manejar los riesgos que implicaba un mercado financiero más libre. En efecto, siguiendo la tradición que se remonta a 1923 (y, en cierto sentido, a las normas previas), los requisitos de capital se establecían en función de la estructura de pasivos, es decir como una relación máxima de apalancamiento, ignorando los riesgos en la cartera (es decir, de los activos). Por lo tanto, carecían de una normativa apropiada sobre calificación de cartera y exigencia de provisiones por deudas de dudoso recaudo. Las normas exceptuaron, además, de los requisitos de capital a los CDT a más de treinta días, con el objetivo de fomentar este instrumento de ahorro financiero; las autoridades permitieron que valorizaciones de papel y reservas más allá de las legales acrecentaran el capital de los bancos. Unas y otras deficiencias dieron lugar a un aumento en los niveles de apalancamiento y un reconocimiento muy tardío de las pérdidas por malos préstamos. La igualmente débil supervisión no generó, además, alertas oportunas sobre las dificultades que enfrentaron algunos agentes. Los riesgos crediticios se vieron, además, acrecentados por la fuerte elevación de las tasas de interés a niveles a los cuales, como señalé, la economía no estaba acostumbrada. La falta de conocimiento de los principios regulatorios modernos, así como los problemas específicos que significaba manejar un sistema financiero más libre, explica una parte importante de estos problemas.

A ello se agregaron las prácticas poco ortodoxas y, en algunos casos dolosas, de algunos agentes financieros, en lo que se vino a denominar los 'autopréstamos', es decir el uso del ahorro del público para financiar las actividades de un grupo financiero, incluyendo la adquisición de empresas. La reacción a estas prácticas vino demasiado tarde: solo en diciembre de 1981 se limitaron los autopréstamos y solo con la emergencia económica de octubre de 1982 se declararon como delitos que podían dar lugar como sanción hasta seis años de cárcel.

En los primeros meses de 1982 se presentaron las primeras manifestaciones de la crisis, tras la pérdida de confianza del público en algunos establecimientos de crédito. Sin embargo, fue hasta julio de 1982 que la crisis estalló abiertamente en el país, cuando la Superintendencia Bancaria decidió liquidar las entidades financieras del llamado 'Grupo Correa', cuya columna vertebral era el Banco Nacional. A principios de octubre de ese mismo año, ante la necesidad de generar mayor confianza, el Gobierno declaró por 24 horas el Estado de Emergencia Económica, al amparo del cual dictó un estatuto (el Decreto Ley 2920) que le permitió oficializar el Banco del Estado, la cabeza del 'Grupo Mosquera'. La decisión de oficializar esta entidad, en vez de proceder a su liquidación, se adoptó para evitar un pánico de los depositantes en el sistema financiero, que ya era previsible dada la liquidación del Banco Nacional.

En este contexto turbulento, las autoridades económicas expidieron un conjunto de reglas destinadas a expandir la liquidez del sistema y a corregir algunas prácticas inadecuadas, así como para aliviar a los que en efecto eran los deudores, sin descuidar las relaciones patrimoniales entre el sector real y el financiero. En este compendio de medidas referidas al propio sistema, cabe destacar las normas ya mencionadas de 1982 para frenar los autopréstamos, y las que expidió en 1984 la Superintendencia Bancaria para impedir que las valorizaciones inflaran el patrimonio y para obligar a las entidades a hacer provisiones adecuadas para deudas de dudoso recaudo. Se dispusieron unos niveles mínimos de capital para acceder a los redescuentos y a los cupos especiales brindados por el Banco de la República. La Junta Monetaria autorizó, además, que las entidades financieras invirtieran una porción del encaje legal en Títulos de Capitalización Financiera.

Entre otras normas aprobadas entre 1982 y 1984, conviene mencionar la facultad que otorgó la Junta Monetaria al Banco de la República para otorgar préstamos a los bancos sobre el valor de sus créditos reestructurados. De igual forma, autorizó al Banco de la República la apertura de cupos de crédito para redescontar préstamos de emergencia a sectores de la producción y de los servicios afectados por la coyuntura; esto representó un curioso retroceso en los instrumentos

utilizados antes de la creación de los fondos de fomento. Replicando la práctica de estos últimos, se dispuso la creación del Fondo de Capitalización Empresarial para redescontar créditos otorgados a quienes compraran acciones o bonos convertibles en acciones de empresas del sector productivo. También se creó una línea de crédito para facilitar que los accionistas que controlaran las entidades financieras entregaran las acciones a fideicomisos, con el fin de venderlas y democratizar la propiedad, un mecanismo que resultó, a la postre, inefectivo.

Una dificultad adicional fue la que enfrentaron las empresas privadas para manejar el efecto de la devaluación sobre el endeudamiento externo. Para manejar este efecto, la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria autorizó la conversión de dichas deudas a pesos y que el riesgo cambiario se sustituyera por un riesgo de tasa de interés en pesos, al cual se le fijó un tope pagadero por las empresas, por encima del cual el gobierno asumiría el pago de los intereses correspondientes. Este subsidio potencial no se hizo, sin embargo, efectivo, por el retraso de las empresas en utilizar el mecanismo, y los menores ritmos de devaluación y las menores tasas de interés que prevalecieron a partir de 1986 (Caballero y Urrutia, 2006, pág. 114). A su vez, para manejar la rentabilidad de los bancos, la Junta Monetaria decidió incrementar el rendimiento de las inversiones forzosas (especialmente los títulos de ahorro agropecuario), rebajar los encajes y remunerar en parte estos últimos. Esto obligó, como es obvio, a aumentar nuevamente las tasas de interés de los créditos de fomento.

Pese a estas medidas, los problemas de solvencia de algunas entidades financieras, entre ellas del principal banco del país, el Banco de Colombia, en vez de aliviarse, se agudizaron. En este contexto, y con el fin de crear un marco institucional estable para manejar estos problemas, el Congreso de la República aprobó la Ley 117 de 1985, por medio del cual se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín). A dicho Fondo se le dio la función de intervenir las entidades, capitalizarlas (u otorgarles garantías a través de 'capital garantía') y sanear sus activos con el propósito de reprivatizarlas más tarde, o eventualmente liquidarlas. Sin embargo, su principio rector era proteger la confianza del público y evitar, así, una posible desestabilización del sistema financiero. El seguro de depósito también se creó con esta ley, con el fin de brindar apoyo a los clientes de los bancos frente a dificultades que enfrentaran las entidades. Sin embargo, solo entró en vigencia en 1988, por lo cual no contribuyó estrictamente al manejo de la crisis.

Las primeras acciones de esta organización fueron la 'oficialización' (el nuevo término que se vino a utilizar en vez de 'nacionalización') y liquidación de algunas de las entidades con problemas de solvencia. Durante el primer semestre de 1986,

que fue el punto más crítico de la crisis[24], el Fondo oficializó los Bancos de Colombia, de los Trabajadores y Tequendama; algunas compañías de financiamiento comercial asociadas a estos grupos, y en 1987, al Banco de Comercio. A través de estas intervenciones, se inició la práctica de diluir el valor de las acciones para que los anteriores propietarios de las entidades intervenidas no se beneficiaran de los apoyos del Estado. En la terminología que se hizo popular en los debates internacionales de los años ochenta, se estableció el principio de "salvar a los bancos, no a los banqueros" (principio que, por lo demás, no siempre se ha practicado a nivel internacional). Adicionalmente, en 1987, se autorizó al Banco de la República para suministrar al Fogafín parte de los recursos obtenidos mediante la colocación de Títulos de Capitalización Financiera, con el fin de fortalecer patrimonialmente dicho Fondo para solucionar los problemas de la banca oficializada.

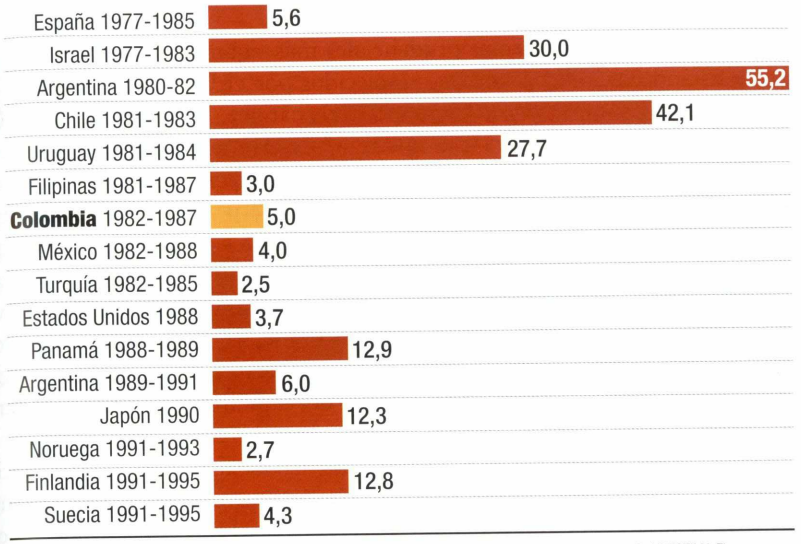
En el sentido contrario a las medidas de liberalizar gradualmente las tasas de interés, durante el primer semestre de 1986 se controlaron temporalmente las tasas activas para aliviar la carga de las empresas. En todo caso, siguiendo el patrón de comienzos de los ochenta, las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, aunque con una tendencia a la baja en términos reales hacia finales de la década, lo que refleja realmente la aceleración de la inflación (Gráfico II.4, pág. 83). Las altas tasas de interés evidencian, sin duda, el acceso limitado y costoso al financiamiento externo privado de todos los países latinoamericanos, incluida Colombia, pero quizás también los efectos prolongados de la crisis financiera interna.

Los bancos intervenidos representaron cerca de una cuarta parte de los activos del sistema bancario (Fernández, 1994, pág. 222), y su saneamiento y capitalización generaron costos importantes. Estos costos incluyeron aportes de capital del Estado, préstamos del Banco de la República y apoyos por la vía de mayores rendimientos financieros, entre otros. De acuerdo con diversos estudios, el costo fiscal de esta crisis financiera representó en términos de recursos brutos entre 5 y 6% del PIB[25]. Sin embargo, como lo indica el gráfico II.6 (pág. 89), el costo fue bajo si se compara con otras crisis que tuvieron lugar en la misma época, o incluso con las que experimentaron algunos países desarrollados a finales de los ochenta o comienzos de los noventa. Puede decirse que pertenece a la familia de las crisis moderadas, como la mexicana de la misma época, la española de 1977, la crisis del sistema de ahorro y crédito de los Estados Unidos de mediados

24 Véase, al respecto, fuera de otros trabajos citados en el texto, la Memoria del Ministro de Hacienda de la época, Palacios (1986).

25 Ver Delgado y Roda (1988) y Fogafín (2001).

GRÁFICO II. 6 | **Costos de crisis financieras, 1977 - 1991** (% del PIB)



FUENTES: LAEVEN Y VALENCIA (2012), Y BEIM Y CALOMIRIS (2001). CUANDO HAY DATOS EN AMBAS FUENTES, SE ESTIMA EL PROMEDIO SIMPLE DE LAS DOS ESTIMACIONES. EL DATO DE LOS COSTOS DE LA CRISIS MEXICANA DE 1982 - 1988 ES DE FOGAFÍN.

de los ochenta, y la crisis financiera sueca de 1991. Fue muy inferior a crisis de mayor alcance, como la japonesa o la finlandesa de comienzos de los noventa y, especialmente, a las crisis masivas que experimentaron los países del Cono Sur de América Latina (Argentina, Chile y Uruguay, en ese orden), donde llegaron a representar entre 30 y 55% del PIB. Las crisis del Cono Sur de comienzos de los ochenta constituyen, de hecho, los primeros casos de crisis masivas; otras vinieron después, como veremos en el capítulo siguiente. Más aún, en el caso colombiano, muchos, e incluso la totalidad de los costos, se recuperaron con la venta de las principales entidades intervenidas en la primera mitad de los noventa. Por ello, el costo neto de la crisis fue muy inferior[26].

La recuperación que se inició en 1986, gracias a la minibonanza cafetera, facilitó el saneamiento del sector financiero. En efecto, los establecimientos crediticios

26 Caballero y Urrutia (2006, pág. 120) citan una estimación de Fogafín del 2,8% del PIB a finales de 2004.

del país empezaron a exhibir destellos de recuperación en dicho año, vinculada en gran medida a la reapertura gradual del crédito externo y al resurgimiento de la actividad productiva del país.

Cabe agregar que las normas prudenciales más rigurosas y estables, que seguían los estándares internacionales establecidos por el Comité de Basilea, llegaron solo a finales de la década, en 1989 (Fernández, 1994, cap. 13; Lora y Salazar, 1995; Martínez y Calderón, 2003). Se determinó entonces que la relación de solvencia, hasta entonces definida como una relación de capital a pasivos (es decir, como una relación de apalancamiento), debería sustituirse por una que vinculara más bien el nivel de patrimonio con los activos ponderados por riesgo. Siguiendo los estándares del Acuerdo de Basilea, de 1988, se adoptó como regla para el país una relación de 1 a 12 (8,33%) entre el patrimonio básico y los activos ponderados por riesgo. Además, se diferenció claramente el patrimonio básico del adicional, incluyendo en el primero solamente el capital pagado y la reserva legal, para garantizar así su calidad, y se eliminaron del capital las inversiones en otras entidades financieras.

Además, la Superintendencia Bancaria comenzó a exigir a los intermediarios financieros la clasificación de la cartera en cinco categorías de riesgo: normal, subnormal, deficiente, de difícil cobro e irrecuperable. Los castigos automáticos eran más fuertes para el crédito de consumo (que debía ser clasificado como irrecuperable después de seis meses de no pago), seguida por créditos comerciales (un año) e hipotecario (cuatro años, aunque desde los doce meses se exigía 100% de provisión; como esta última era neta de garantías, en la práctica implicaba un castigo nulo o no muy severo). Por otra parte, desde que un crédito fuese clasificado como deficiente, se exigía dejar de causar los intereses correspondientes.

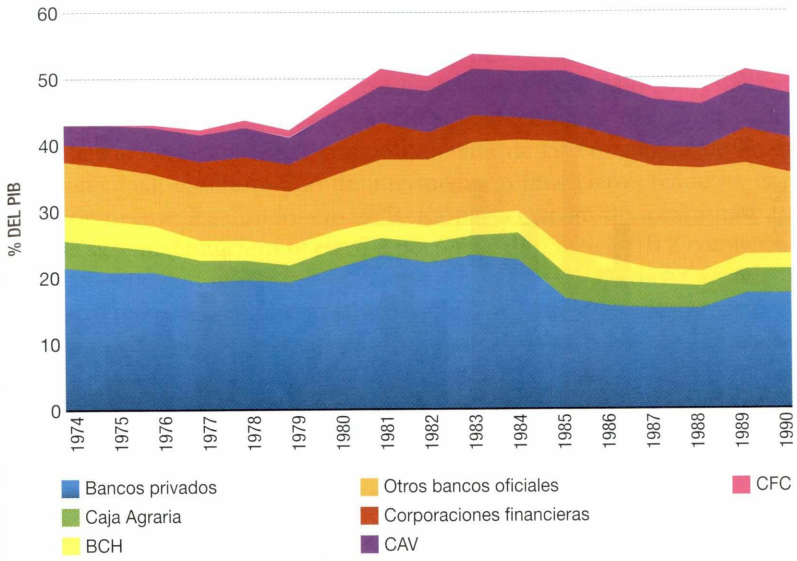
Estas medidas fueron antecedidas por la creación del Plan Único de Cuentas (PUC) en 1988, el cual estableció un sistema contable uniforme y claro que permitía a la Superintendencia Bancaria realizar un mejor seguimiento de la situación real de cada entidad y, por ende, un control eficaz sobre las entidades del sector financiero.

3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

Las fuertes medidas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años setenta frenaron temporalmente el proceso de profundización financiera que venía experimentando el país durante el auge de 1967 - 1974, que de hecho alcanzó su pico en 1975 (Gráfico II.7, pág. 91). Las medidas de liberalización de 1979 - 1980 y el acceso al mercado externo de capitales renovaron la tendencia ascendente de este indicador, que se elevó en once puntos porcentuales del PIB entre 1979 y 1984, cuando alcanzó un nuevo pico (el aumento es virtualmente de la misma magnitud si la comparación se hace con el año 1974). La crisis del sector financiero que sucedió al auge se reflejó en una nueva contracción relativa del sector, de tal manera que, para el conjunto del periodo que analizamos en este capítulo, la profundización financiera aumentó unos siete puntos porcentuales, con vaivenes coyunturales mucho más fuertes que en el periodo precedente.

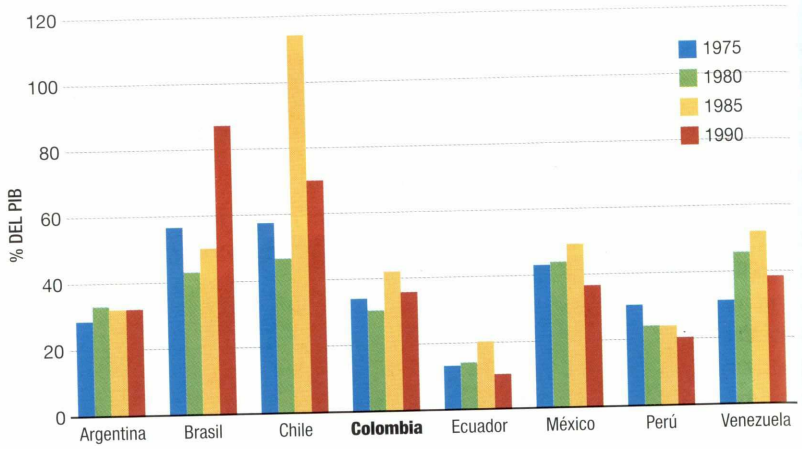
El lento dinamismo de la profundización financiera no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país, sino que, por el contrario, fue la regla en América Latina. En efecto, para el conjunto del periodo, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron poco o disminuyeron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; las excepciones fueron Brasil y Chile. La causa básica fue la fuerte contracción que experimentaron los sectores financieros durante la crisis de la deuda, con excepción de Brasil. Hacia el final del

GRÁFICO II. 7 | **Profundización financiera** (activos)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

GRÁFICO II. 8 | Crédito interno provisto por el sector bancario



FUENTE: BANCO MUNDIAL

periodo, Colombia se seguía colocando en una situación intermedia en el panorama latinoamericano: menor desarrollo financiero que Brasil y Chile, con los cuales la distancia aumentó durante estos años, pero en niveles comparables a los de Argentina, México y Venezuela, y superiores a los de Ecuador y Perú (Gráfico II.8).

En términos estructurales, los cambios fueron mucho menos marcados en términos de importancia relativa de distintos tipos de intermediarios. Los más importantes se produjeron durante los años setenta y el auge de comienzos de los ochenta, es decir antes de la crisis financiera. El más importante que se produjo durante la crisis fue la renovada importancia de la banca oficial, como resultado de las oficializaciones de importantes entidades privadas y, especialmente, del Banco de Colombia. A ello se agregaron cambios más profundos en otras dimensiones, especialmente el aumento relativo de recursos del sistema hacia fuentes más costosas y el lento marchitamiento del crédito de fomento.

En contra del predominio de los bancos hasta comienzos de los años setenta, los establecimientos no bancarios ganaron un mayor protagonismo, especialmente durante los años setenta y comienzos de los ochenta. En tal sentido, se destaca en particular el desempeño de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), las cuales presentaron una tendencia ascendente durante este periodo, como parte de su fuerte ascenso inicial a partir de su creación en 1972 (Gráfico II.7, pág. 91). De hecho, los

activos de estas compañías más que se duplicaron como proporción de la economía, pasando de poco menos del 3% del PIB en 1974 al 7% en 1984 y se mantuvieron en ese nivel durante el segundo lustro de los ochenta. Nótese que esta expansión se dio pese a que las CAV perdieron en 1974 su ventaja relativa en la canalización de ahorro, que se les otorgó cuando fue creado el sistema Upac. Más aún, estas entidades enfrentaron mucho mejor que otras entidades la crisis financiera de los ochenta.

Otro hecho destacable es el comportamiento de las compañías de financiamiento comercial, el último tipo de intermediario financiero creado (o, en este caso, puede decirse legalizado) en 1979. La participación de los mismos en los activos del sistema financiero se elevó a poco más de 2% del PIB a comienzos de los años ochenta, en torno a la cual fluctuaron en el resto de dicha década. Este grupo estuvo representado por un número importante de entidades, generalmente de tamaño más pequeño: mientras para 1976 constituían trece entidades, a finales del periodo de análisis ya superaban las treinta.

Por el contrario, las corporaciones financieras, fundadas en los cincuenta para promover la organización y transformación del sector industrial, aunque siguieron creciendo, especialmente por las ventajas con que contaron durante la bonanza cafetera de los años setenta para canalizar el crédito de fomento, dejaron de mostrar el dinamismo desde entonces, manteniendo una participación muy fluctuante, entre 3 y 5% del PIB, en los años ochenta.

La Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario, dos agentes importantes del periodo anterior, se tendieron a rezagar, pese a que continuaron siendo objeto de ciertas preferencias en término de acceso a recursos de redescuento e inversiones forzosas de otras entidades. En conjunto, estas dos instituciones habían llegado a representar más del 10% del PIB a comienzos de los años setenta, redujeron su participación a un 5-6% del PIB a finales de dicha década y se mantuvieron en ese nivel hasta finales del periodo que cubre este capítulo. En todo caso, como lo indican los montos mencionados, estas dos entidades continuaron ocupando un papel importante dentro del sistema crediticio colombiano.

Por su parte, las entidades bancarias, privadas y públicas (excluyendo en este último caso la Caja Agraria y el BCH), aunque continuaron siendo los principales actores del sistema financiero, fueron las que más se vieron afectadas por el comportamiento de la economía nacional; en el caso de algunas privadas, por el deterioro agudo de la cartera y su posterior saneamiento. Si bien los activos de estas entidades presentaron una notable aceleración durante el auge financiero de comienzos de los años ochenta, redujeron significativamente su dinamismo tras el estallido de la crisis. Su participación en los activos se redujo a lo largo del periodo,

de poco más de dos terceras partes a mediados de los setenta a más o menos el 60% a finales de los ochenta.

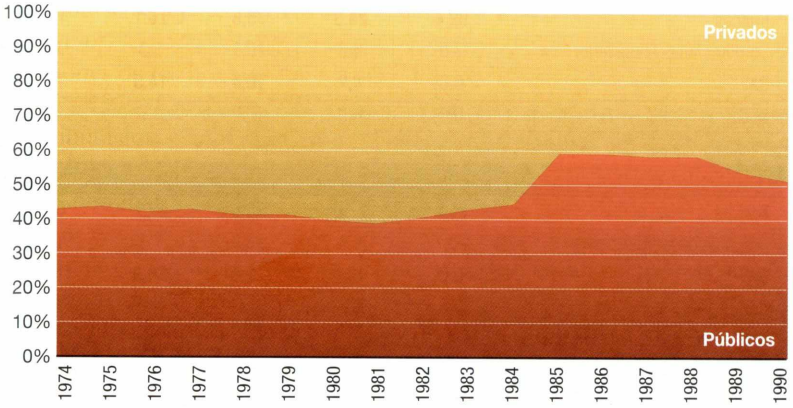
Un elemento de particular relevancia dentro de esta tendencia descendente fue la caída de la concentración del sistema fue el comportamiento del Banco de Colombia, la cabeza del Grupo Grancolombiano. Esta entidad fue la más importante durante todo el periodo que cubre este capítulo (con excepción del año 1985), pero también el centro de la crisis financiera y, como se señaló, fue oficializada a comienzos de 1986. Las otras posiciones dentro de las cinco mayores entidades las ocuparon el Banco de Bogotá y tres entidades públicas (Caja Agraria, BCH y Banco Cafetero), con alguna rotación entre ellos; otra entidad pública (el Banco Popular) ocupó esporádicamente una de las cinco principales posiciones.

Aunque esto indica que la banca pública (incluyendo la Caja Agraria y el BCH) continuó jugando todo el periodo un importante liderazgo, su participación dentro del sector bancario tuvo dos fases muy diferentes. La primera fue de descenso: de algo más de la mitad del sistema bancario a comienzos de los años setenta y 47% en 1974, su participación se redujo al 40% en 1982. Pero con las oficializaciones vino a representar dos terceras partes del sistema bancario a finales de nuestro periodo de análisis. Sin embargo, es interesante resaltar que, debido al rezago ya anotado de la Caja Agraria y el BCH, la participación del conjunto de entidades bancarias públicas apenas superó durante unos pocos años después de las oficializaciones los picos históricos previos (en torno a 18% del PIB en 1970 - 1972), y ya había retornado en 1990 a dichos registros (Gráfico II.9, pág. 95; véase también el gráfico I.8, pág. 62 del capítulo anterior).

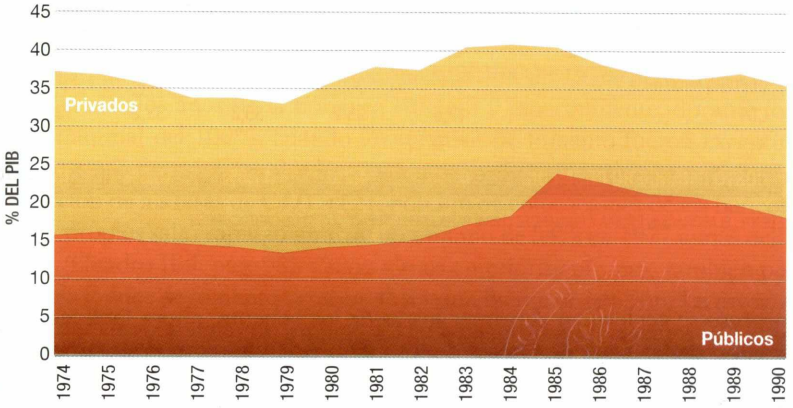
Más allá de los cambios en la importancia de distintos tipos de intermediarios y de la banca pública o privada, estas fueron el aumento del peso de recursos más costosos y el lento marchitamiento del crédito de fomento. El primero de estos cambios refleja una serie de factores: la creación de la Upac; la aceleración poco después de la inflación, que duraría un cuarto de siglo, y las reformas financieras de 1974 y 1980, que elevaron primero y liberaron después las tasas de los CDT. El efecto neto de todo ello fue la reducción masiva del peso de las cuentas corrientes en la estructura de captaciones del sistema, en favor de los CDT y, en menor media, de las cuentas de ahorro, es decir de los 'cuasidineros' (Cuadro II.2, pág. 96). Este proceso se había iniciado ya en el primer lustro de los años setenta, cuando lo dominante fue el ascenso rápido de las captaciones a través de Upac.No obstante, se aceleró en la segunda mitad de dicha década gracias a la mezcla de aumento en rendimientos de CDT decretado en 1974 y a la disminución en la demanda de cuentas corrientes generada por la inflación.

GRÁFICO II. 9 | Composición del sistema bancario por activos (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

CUADRO II. 2 | Estructura de activos y captaciones, y costo promedio de las captaciones del sistema crediticio

	1970	1975	1980	1985	1990
ESTRUCTURA ACTIVOS (%)					
Bancos	92,4	85,3	75,8	76,1	74,3
Corporaciones financieras	7,6	6,6	10,1	5,8	9,2
CAV	0,0	8,2	10,4	14,5	12,2
CFC	0,0	0,0	3,8	3,6	4,3
ESTRUCTURA COLOCACIONES (%)					
Bancos	86,3	77,6	66,6	67,7	64,7
Corporaciones financieras	13,7	9,0	13,0	7,1	11,7
CAV	0,0	13,4	15,6	20,9	17,7
CFC	0,0	0,0	4,9	4,3	5,9
ESTRUCTURA CAPTACIONES (%)					
Depósitos Cuenta Corriente	87,9	74,2	56,2	46,9	46,6
Cuentas Ahorro	11,5	14,8	19,3	14,7	20,8
CDT	0,6	11,0	24,5	38,4	32,6
COSTOS FINANCIEROS ESTIMADOS (%)					
Depósitos Cuenta Corriente	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas Ahorro	5,1	9,6	12,0	12,0	18,0
CDT	12,5	25,2	35,3	35,2	35,3
COSTO FINANCIERO PROMEDIO	**0,7%**	**4,2%**	**11,0%**	**15,3%**	**15,3%**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA Y FERNÁNDEZ (1994) PARA ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPTACIONES.

El proceso se aceleró en el primer lustro de los ochenta, ahora facilitado por la liberación de las tasas de interés de los CDT. Además, como este proceso estuvo acompañado por un aumento en los rendimientos de dichos certificados, el costo promedio de los recursos del sistema crediticio se elevó rápidamente: de todavía un bajo 4,2% en 1975 a 15,3% a mediados de los ochenta, de acuerdo con las estimaciones de Fernández (1994) que se reproducen en el cuadro II.2.

Cabe anotar que el fuerte ascenso de los cuasidineros, desde comienzos de los años setenta, tuvo como contrapartida el colapso del mercado accionario como mecanismo de financiamiento de las empresas. En efecto, de acuerdo con las estimaciones de Carrizosa (1986, cuadro XXI), hasta la década de los sesenta, las acciones representaban en torno al 70% de los portafolios privados, pero esta proporción se redujo a solo 19% en 1980 y a 6% en 1983 con el ascenso de los cuasidineros. De acuerdo con este autor, la participación de las acciones en las colocaciones de los hogares fue ya muy baja en 1970 - 1974 y se tornó negativa en 1975 - 1979 (Carrizosa, 1986, pág. 37). A los viejos problemas asociados a la doble tributación y a los aumentos en las tasas de tributación de las empresas, se unieron los sesgos hacia el endeudamiento, generado por la deducibilidad de los intereses nominales pagados. Esta se tornó muy marcada en un contexto inflacionario. También se juntó la incapacidad que mostraron las acciones para ser un buen resguardo contra la inflación, lo que se reflejó en un colapso de sus precios reales durante los años setenta.

El proceso de sustitución de cuentas corrientes por pasivos más costosos coincidió, pero fue mucho más acentuado que la pérdida de participación de los bancos en el sistema crediticio, por el simple hecho de que los bancos compitieron activamente en las captaciones de tales recursos. Un efecto adicional, que se produjo después de la liberación de la tasas de interés de los CDT en 1980 y la reducción de los encajes, fue el mayor financiamiento del crédito con recursos propios de las instituciones y, por ende, la menor dependencia de los recursos de redescuento del Banco de la República y de los fondos de fomento. En el caso de los bancos, esa dependencia se había reducido con la reforma de 1974, pero se acentuó de nuevo durante los años de la bonanza cafetera y especialmente, durante los del encaje marginal del 100%, cuando los recursos de fomento fueron exceptuados de las draconianas medidas de ajuste monetario. Con el fin del encaje marginal y la liberación de las tasas de CDT, la proporción de colocaciones de los bancos con recursos propios saltó rápidamente de un mínimo de 54% en 1977 a más del 70% en 1981 (Cuadro II.3, pág. 98). Como vimos anteriormente, esto también permitió que los fondos de fomento dejaran de ser una fuente de emisión. La proporción de colocaciones con recursos propios volvió a bajar durante los años de ajuste, en el que el redescuento volvió a ser utilizado activamente como un instrumento de la política crediticia, para hacer frente tanto a la crisis del sistema financiero como a la del sector real de la economía, pero después de la crisis financiera retornó rápidamente a niveles del 70%. Algo similar, e incluso más marcado, aconteció en el caso de las corporaciones financieras, mucho más dependientes de los recursos

CUADRO II. 3 | Colocaciones de los bancos comerciales según fuente de recursos

	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA %	CON RECURSOS FONDOS FINANCIEROS %	CON RECURSOS PROPIOS %
1974	21,0	24,2	54,8
1975	16,9	22,3	60,9
1976	10,7	23,6	65,8
1977	22,8	22,9	54,3
1978	21,5	23,9	54,6
1979	9,6	33,7	56,7
1980	3,7	27,0	69,3
1981	3,8	25,5	70,7
1982	5,7	26,6	67,7
1983	9,7	27,3	62,9
1984	10,2	28,8	60,9
1985	11,7	25,4	63,0
1986	6,8	23,2	69,9
1987	7,3	22,6	70,0

FUENTE: INFORMES DEL GERENTE DE LA JUNTA DIRECTIVA

de redescuento durante los sesenta y setenta. El peso de los recursos del Banco de la República en los pasivos de estas entidades se redujo del 36,9% en 1975 al 18,6% en 1980 y un porcentaje muy similar (18,2%) en 1990 (Fernández, 1994, cuadro 5-4)[27].

La tendencia en la estructura de los plazos siguió en el largo término las tendencias del periodo anterior, la reducción de las colocaciones a corto plazo y el aumento de las de mediano y largo plazo. Sin embargo, los vaivenes de estas proporciones muestran los efectos de la dependencia de los recursos propios versus los del Emisor, incluyendo los fondos de fomento. Así, la proporción de créditos de corto plazo aumentó con la liberalización de 1974; se redujo durante la bonanza, cuando hubo un mayor uso del crédito de fomento; aumentó de nuevo con la liberalización de 1980; y se redujo nuevamente durante la crisis, cuando se hizo de nuevo uso activo del Emisor en la política crediticia (Gráfico II.10, pág. 99). Pese a las medidas de liberalización y al objetivo explícito de ir reduciendo el peso del crédito de fomento, el rol del Banco de la República como transformador de plazos siguió siendo importante durante el periodo que cubre este capítulo.

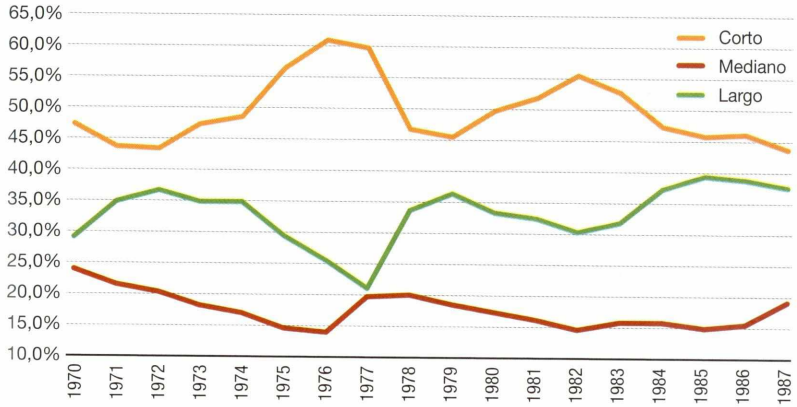
27 Desafortunadamente, no fue posible reconstruir un cuadro similar al II.4 para estas entidades.

Como un todo, la concentración del sistema crediticio presentó una ligera tendencia descendente, aunque mucho menos marcada que durante el periodo anterior. Esta desconcentración se produjo en lo fundamental durante la segunda mitad de los años setenta, y se mantuvo relativamente constante durante los ochenta. Las cinco principales entidades financieras del país pasaron de concentrar el 52 - 54% de los activos del sistema financiero a mediados de los setenta a 42 - 44% durante los años ochenta. Además, el Índice de Herfindahl pasó de estar en niveles cercanos a 0,08 puntos en 1990 a menos de 0,06 puntos durante los ochenta (Gráfico II.11, pág. 100). Esta desconcentración del sistema financiero estuvo acompañada por la ampliación en el número de entidades. Mientras para mediados de los setenta existían apenas cincuenta entidades dentro del sistema, para finales de los ochenta ya había más de noventa, no solo de tipo bancario sino de una gran diversidad de entidades no bancarias, muchas de ellas de tamaño medio.

Finalmente, el comportamiento de las principales variables de la calidad de la cartera y la rentabilidad de los establecimientos de crédito durante este periodo de tiempo (Gráfico II.12, pág. 101) se enlazaron de manera indeleble, tanto con el vaivén de la coyuntura económica como con los problemas inherentes al sector financiero.

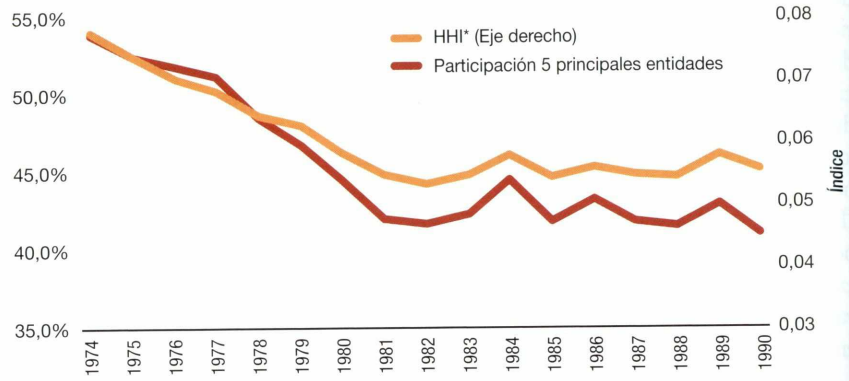
El indicador de calidad de la cartera bruta mostró un claro deterioro, al pasar de niveles por debajo del 3% en la década de los setenta a cerca del 12% en la épo-

GRÁFICO II. 10 | Cartera según plazo



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN INFORME DEL GERENTE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

GRÁFICO II. 11 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 índica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA. INCLUYE BANCOS Y CAVS, PERO NO CORPORACIONES FINANCIERAS NI COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL

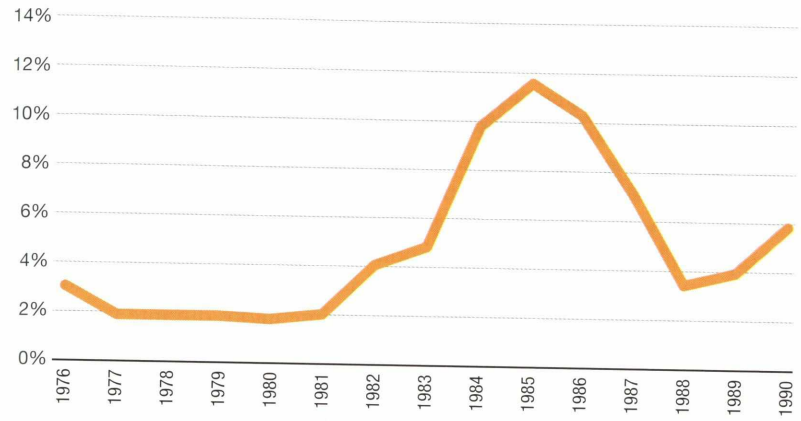
ca más crítica de la crisis. Como lo señala Fernández (1994, pág. 223), el deterioro de la cartera estuvo muy localizado en las entidades en crisis, lo cual indica que los malos manejos no fueron un fenómeno generalizado. En efecto, según sus cálculos, la proporción de cartera de dudoso recaudo de los bancos intervenidos llegó al 26,7% en 1985 versus 5,2% para los no intervenidos. En la segunda mitad de los años ochenta, gracias a la intervención por parte del gobierno nacional para solucionar los problemas de las diferentes entidades financieras, dicho indicador se logró estabilizar y retomó un nivel que se puede considerar de bajo riesgo. Nótese, sin embargo, que los niveles de deterioro se reconocieron solo con rezago durante la crisis y, por el contrario, los altos estándares de calificación de cartera adoptados en 1989 hacen que los niveles estimados para los últimos años no sean estrictamente comparables con los de los años setenta y comienzos de los ochenta[28].

Por otra parte, como reflejo de los problemas de calidad de la cartera, los indicadores de rentabilidad, tanto del activo como del patrimonio, que se habían mantenido estables durante toda la década de los setenta y primeros años de la de los ochenta, presentaron un notable detrimento a mediados de estos últimos,

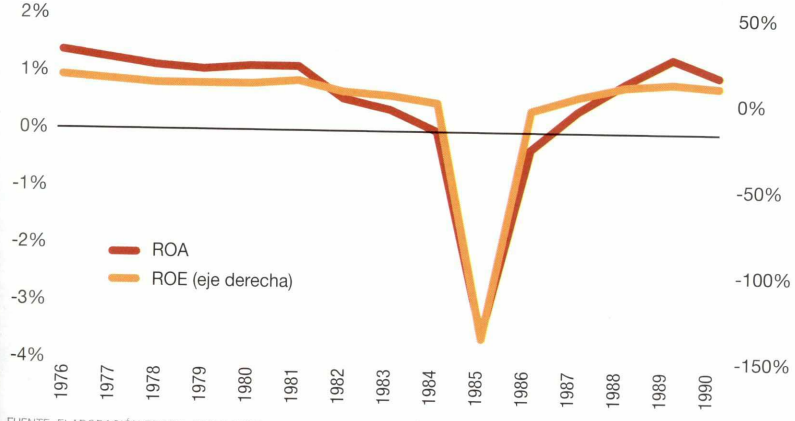
28 Muy particularmente, el indicador de calidad señala un peor nivel en 1990 que en 1983, pero eso refleja precisamente los cambios significativos en las regulaciones en uno y otro año.

GRÁFICO II. 12 | Principales variables de la cartera de los establecimientos de crédito

A. Calidad de cartera (Cartera vencida/Cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

llegando incluso a tasas fuertemente negativas en 1985, cuando se reconocieron pérdidas en algunos establecimientos que estrictamente se habían generado desde mucho antes. Este fenómeno evidencia los problemas estructurales que enfrentaron las entidades en dificultades. Desde 1987, este indicador mostró una tendencia a la mejoría, que se reflejó en el retorno, dos años más tarde, a los niveles previos a la crisis.

* * * * *

En suma, el sistema financiero colombiano entre 1974 y 1990 estuvo determinado tanto por las primeras medidas de liberalización económica, adoptadas en 1974 y 1979 - 1980, como por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente a final del periodo de análisis. En el conjunto del periodo, la profundización financiera no avanzó de forma significativa, en particular por los retrocesos experimentados durante la crisis financiera de 1982 - 1986. Los principales indicadores de la cartera crediticia (calidad y rentabilidad) se vieron, del mismo modo, fuertemente afectados por la crisis, aunque para final del periodo ya presentaban una estabilización, acompañada de un fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial. Finalmente, la desconcentración del sistema y la oficialización (en cierto sentido indeseada) de la banca fueron los otros fenómenos connaturales a la evolución del sistema crediticio durante este periodo.

CAPÍTULO III

LA LIBERALIZACIÓN Y EL GRAN CICLO DE AUGE Y COLAPSO FINANCIERO, 1990 - 2003

El periodo que cubre este capítulo partió de la combinación de una nueva Constitución y de la puesta en marcha de un rápido proceso de lo que la administración Gaviria vino a denominar la 'apertura económica'. Desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo dos impactos esenciales sobre los temas que analizaremos aquí. El primero y más directo sobre el sistema financiero fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo, que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos, fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de descentralización, para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la carta política.

La apertura económica implicó, por su parte, una reforma comercial fuerte y rápida una racionalización del aparato de empresas públicas, que involucró la privatización de muchas de ellas y el diseño de distintas modalidades de asociación con el sector privado, y una fuerte liberalización del sector financiero. Esta

última incluyó la ampliación de la competencia entre distintos tipos de entidades financieras, con lo cual se diluyó el esquema de intermediarios financieros especializados, que había dominado el sector crediticio desde 1923, convergiendo en la práctica hacia un esquema de multibanca. Se inició, además, un proceso de privatización de las entidades oficiales de carácter crediticio, comenzando con la venta de los bancos que habían sido nacionalizados durante la crisis de 1982-1986 y posteriormente con la de los bancos oficiales de vieja data, que fueron vendidos o liquidados (en el caso del BCH); solo sobrevivió una entidad de primer piso de carácter oficial, el Banco Agrario, el heredero de la Caja Agraria. La reforma incorporó también una reducción, mucho más drástica que en el pasado, de los elementos de 'represión financiera', en particular una reducción significativa de los niveles de encaje y la desaparición de la mayor parte de los mecanismos de crédito de fomento. En este último caso, las instituciones que sobrevivieron se organizaron como bancos de desarrollo, esencialmente de segundo piso, continuando un proceso de reorganización que se había iniciado a finales de la administración Barco. De los elementos de crédito dirigido del pasado solo subsistió la asignación de una parte de la cartera bancaria al sector agropecuario y de una proporción de la cartera de vivienda a aquella de interés social.

La liberalización financiera coincidió, además, con el fin de la crisis latinoamericana de la deuda, facilitada por el Plan Brady de 1989, y el inicio de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes. Este último terminaría en una violenta crisis que se desencadenó en Asia Oriental en el segundo semestre de 1997 y que se extendió al grueso de las economías emergentes a partir de la moratoria rusa de agosto de 1998. La combinación de las fuerzas de la liberalización financiera interna con las fuertes fluctuaciones del financiamiento externo, fue el ciclo financiero más acentuado que ha experimentado la economía colombiana, cuyo único precedente, pero en mucha menor escala, habían sido el auge de finales de los años veinte del siglo pasado y el colapso que se produjo durante la Gran Depresión que se inició en 1929. El auge terminaría en la tercera crisis financiera colombiana, que se desencadenó en 1998. El ciclo financiero alimentó el auge macroeconómico, especialmente durante la primera mitad de los años noventa, pero también acentuó la crisis de finales del siglo, dando lugar a la peor recesión de la historia de Colombia desde que existen registros de cuentas nacionales, la de 1999. Los efectos, tanto de la crisis financiera como de la recesión, tardarían varios años en sanar. El PIB per cápita del país solo retornó en 2004 a los niveles de 1997. Por eso tomamos el año 2003 como el fin de este ciclo económico y financiero.

1. LOS DESARROLLOS MACROECONÓMICOS

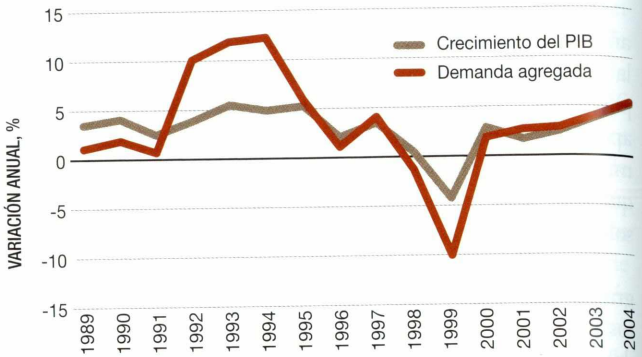
Como vimos en el capítulo anterior, los eventos económicos de finales de los años ochenta tuvieron, como elemento central de política económica, la decisión de la administración Barco de acelerar la devaluación para hacer frente al colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café a mediados de 1989. También apoyó un proceso de apertura comercial gradual que se anunció poco después, a comienzos de 1990. Sin duda, el mayor ritmo de devaluación fue uno de los elementos que generó la aceleración de la inflación, que en 1990 alcanzó 32,4%, un nivel que solo se había alcanzado en la posguerra en 1963 (Gráfico III.1, pág. 106).

La aceleración de la inflación llevó a la administración Gaviria a un drástico programa de ajuste en diciembre de 1990, que adoptó una combinación de instrumentos utilizados en el pasado. Su elemento más distintivo fue la intervención masiva del Banco de la República a través de la venta de títulos del Banco de la República (operaciones de mercado abierto, OMA) para contrarrestar los efectos monetarios de la acumulación de reservas internacionales. A ello se agregó una elevación de los encajes, incluyendo de nuevo un encaje marginal del 100% a los depósitos en cuenta corriente. Por otra parte, como la causa principal de la acumulación de reservas era el superávit en cuenta corriente que el país venía experimentando desde 1989, que por primera vez no tenía como origen altos precios del grano sino el lento crecimiento económico (y quizás la subvaluación del peso) (Gráfico III.2, pág. 107), el programa incluyó una menor devaluación del tipo de cambio y la decisión de acelerar el programa de apertura comercial. En este último sentido, la administración Gaviria anunció la decisión de reducir aranceles en tres años, en vez de cinco, y la protección final a niveles más bajos que los que había anunciado la administración Barco. Además, como medida antiinflacionaria, la apertura comercial fue acelerada en 1991, y adoptó los niveles de protección previstos a finales del programa de tres años. A diferencia de los planes de ajuste adoptados durante las bonanzas cafeteras de los años setenta y 1986, no se adoptaron mecanismos de 'ahorro forzoso', que por lo demás hubiesen reñido con los objetivos de la reforma financiera a los cuales me referiré en la siguiente sección.

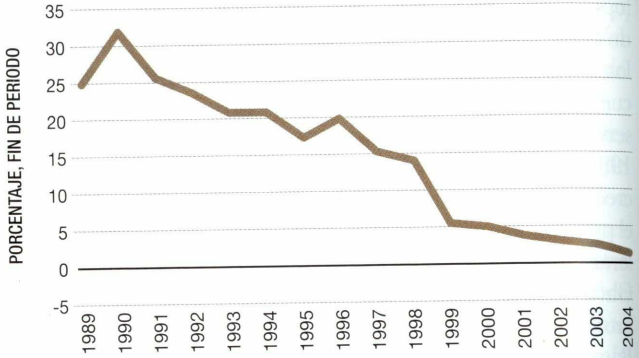
Las medidas lograron su principal objetivo, quebrar la tendencia ascendente de la inflación, aunque se tradujeron, como era de esperarse, en un freno a la demanda agregada y en una nueva desaceleración en 1991. Ello se calificó entonces como una 'recesión a la colombiana'. Sin embargo, el uso intensivo de las OMA, en un ambiente de altas tasas de interés nominales, generó una verdadera 'bola de nieve': el crecimiento galopante de los pasivos del Banco de la República, cuyos

GRÁFICO III. 1 | Principales variables macroeconómicas

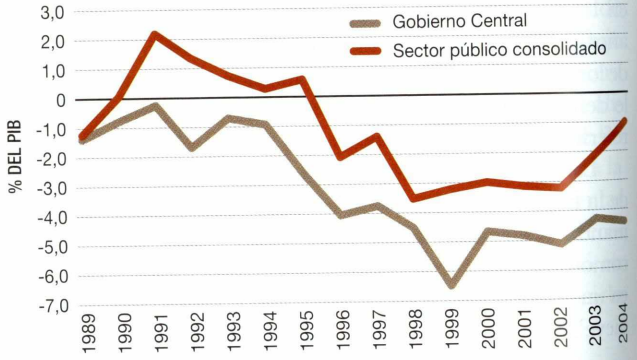
A. Tasa de crecimiento del PIB y de la demanda agregada (precios de 2005)



B. Tasa de inflación anual



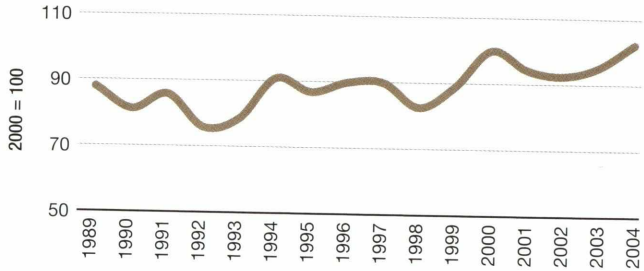
C. Superávit (+) o déficit (-) del gobierno central y el sector público como % del PIB



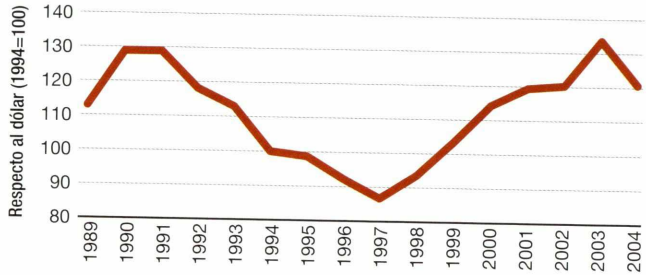
FUENTES:
A) DANE
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) GOBIERNO CENTRAL: HASTA 1993 SEGÚN CIFRAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA; DESDE 1994 SEGÚN CONFIS.
SECTOR PÚBLICO: HASTA 1999 SEGÚN CUENTAS NACIONALES DEL DANE; DESDE 2000 SEGÚN CONFIS.

GRÁFICO III. 2 | Principales variables del sector externo

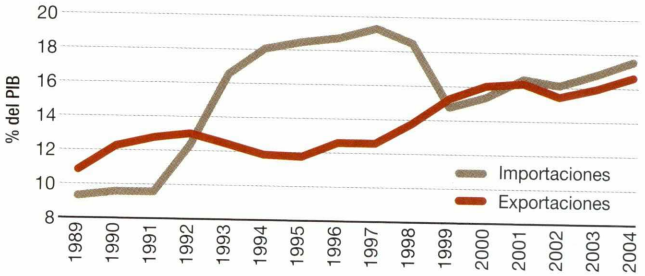
A. Términos de intercambio



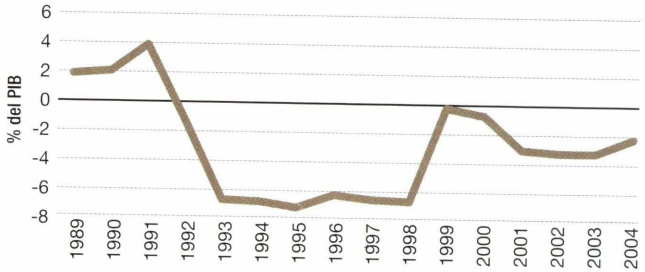
B. Tasa de cambio real promedio geométrico, con IPC (1994=100)



C. Coeficientes de exportaciones e importaciones (pesos del 2005)



D. Balance en cuenta corriente



FUENTES:
A) BANCO MUNDIAL
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CUENTAS NACIONALES DEL DANE.
D) EXPORTACIONES MENOS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES, SEGÚN CUENTAS NACIONALES

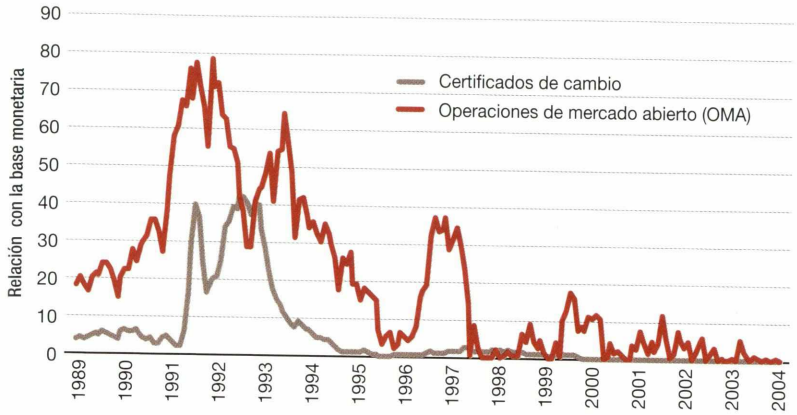
altos intereses solo podían ser compensados con nuevas emisiones de OMA. En efecto, en el transcurso de pocos meses, las OMA pasaron de representar un 28% de la base monetaria (el promedio de 1990 y algo menos en 1989) a más del 70% (Gráfico III.3, pág. 109). Por esos motivos, a finales de 1991, la Junta Directiva del entonces autónomo Banco de la República alteró radicalmente la orientación de la política monetaria. Los objetivos esenciales fueron frenar la emisión de OMA y reducir las tasas de interés. Para ello se recurrió a una fórmula similar a la de la bonanza cafetera de los años setenta: un sistema de certificados de cambio con maduración diferida, que generaba un efecto monetario contraccionista sin costo para el Banco de la República, así como una revaluación inmediata y una flexibilidad limitada de la tasa de cambio. Sin embargo, la contracción monetaria generada por los certificados de cambio sustituyó solo una parte de lo que se había generado con las OMA, entonces en proceso de reducción, y se tradujo así en un fuerte crecimiento de la base monetaria (Gráfico III.3, pág. 109). Por su parte, el sistema de flexibilidad cambiaria aceleró la tendencia a la revaluación. Estas intervenciones serían sustituidas en 1994 por una banda cambiaria, como instrumento más permanente de flexibilidad limitada del tipo de cambio.

El giro hacia una política monetaria expansionista, en conjunto con la decisión de aumentar significativamente el gasto público primario (4,9 puntos del PIB entre 1991 y 1994), producto en parte de las nuevas normas constitucionales, y la apertura de la cuenta de capitales en 1993 en el contexto de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes, se tradujo en una de las políticas económicas más expansionistas (quizás la más expansionista) de la historia económica del país. La demanda agregada, que había crecido a ritmos inferiores al 2% desde 1989, comenzó a crecer a más del 10% en 1992, un ritmo que se mantuvo hasta 1994 (Gráfico III.1, pág. 106). El rápido crecimiento de la demanda se tradujo en una aceleración del crecimiento económico, a ritmos superiores al 5% a partir de 1993, y en un aumento acelerado de las importaciones, alimentado por la apertura comercial y la revaluación del peso. El resultado de ello fue un deterioro marcado de la cuenta corriente de la balanza de pagos: de un superávit en 1989 - 1991 a un déficit que oscilaría a partir de 1993 entre 6 y 7% del PIB por seis años consecutivos (Gráfico III.2, pág. 107).

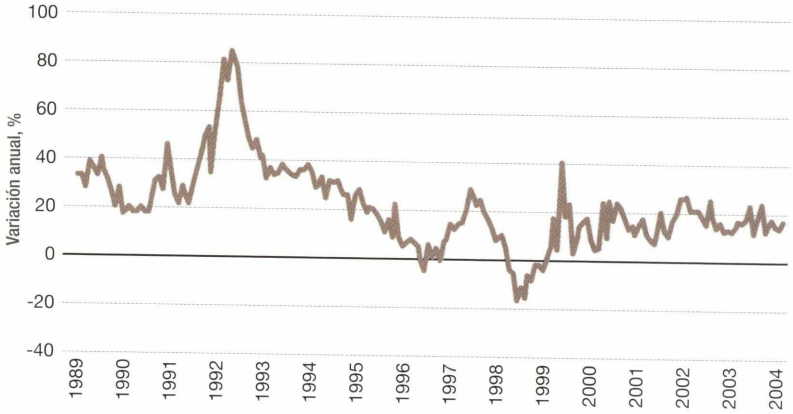
Uno de los elementos necesarios para financiar dicho déficit fue un aumento acelerado de la deuda externa privada, que comenzó a aumentar rápidamente, en 1995 quintuplicaba los niveles de 1991 y que siguió creciendo en los dos años posteriores (Cuadro III.1, pág. 110). Como veremos en la sección siguiente, el mayor endeudamiento externo privado se unió a factores internos para generar

GRÁFICO III. 3 | Base monetaria

A. Operaciones de mercado abierto y certificados de cambio



B. Base monetaria



FUENTE: ELABORACIÓN CON BASE EN BANCO DE LA REPÚBICA

uno de los auges crediticios más espectaculares de la historia económica del país. Por el contrario, la deuda pública externa, que había dominado el panorama de financiamiento externo hasta los años ochenta, tuvo incrementos mucho más moderados; de hecho, los déficits del Gobierno Nacional fueron bajos hasta 1995, ya que el mayor gasto estuvo financiado por crecientes ingresos tributarios, al tiempo que el sector público consolidado generaba superávit. La mayor inversión extranjera directa apoyó también el financiamiento del déficit. En su conjunto, el financiamiento disponible superó el déficit externo, permitiendo que la acumulación de reservas internacionales continuara, aunque a un menor ritmo que en 1991.

La posibilidad de absorber una parte importante del crecimiento de la demanda a través de importaciones, unida a la revaluación real, que alimentaba igualmente la demanda de importaciones, evitó que la explosión de la demanda se reflejara en una nueva aceleración de la inflación. Sin embargo, la conveniencia de frenar el rápido crecimiento de la demanda, y del crédito que lo acompañó, se

CUADRO III. 1 | **Deuda externa** (Millones de dólares)

	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1989	1.492	1.280	2.772	980	13.835	14.815	17.587	3.753	13.834
1990	1.409	1.113	2.522	885	14.586	15.471	17.993	4.402	13.590
1991	1.184	981	2.165	707	14.464	15.171	17.335	6.279	11.057
1992	1.612	1.250	2.862	929	13.487	14.416	17.278	7.553	9.725
1993	2.587	2.046	4.634	974	13.258	14.233	18.866	7.735	11.131
1994	3.213	4.806	8.019	1.164	13.554	14.718	22.737	7.905	14.832
1995	3.920	6.880	10.800	1.588	13.952	15.540	26.340	8.246	18.094
1996	3.151	11.572	14.722	1.292	15.101	16.392	31.115	9.723	21.392
1997	3.436	14.191	17.627	934	15.848	16.782	34.409	9.685	24.724
1998	3.002	14.892	17.894	976	17.811	18.788	36.682	8.505	28.177
1999	2.267	14.267	16.534	672	19.619	20.291	36.825	7.851	28.974
2000	2.315	13.207	15.522	199	20.498	20.697	36.219	8.738	27.480
2001	2.802	12.826	15.628	320	23.214	23.535	39.163	9.903	29.260
2002	3.063	11.481	14.544	429	22.409	22.838	37.382	10.537	26.846
2003	3.095	10.386	13.481	224	24.360	24.584	38.065	10.602	27.463
2004	4.332	9.331	13.663	391	25.444	25.835	39.498	13.216	26.282

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA Y CÁLCULOS PROPIOS.

hizo evidente desde comienzos de 1994, cuando el Banco de la República adoptó medidas para frenar el crecimiento de la oferta monetaria y del crédito interno, incluyendo un intento fallido, en marzo de dicho año, de limitar directamente el crecimiento del crédito. Estas medidas fueron acompañadas por otras orientadas a frenar el endeudamiento externo, aumentando el encaje al endeudamiento externo, que se había impuesto (siguiendo el modelo chileno) cuando la cuenta de capitales fue abierta simultáneamente con la virtual eliminación del control de cambios en 1993. El encaje al endeudamiento externo se incrementó aún más en agosto de 1994, al inicio de la administración Samper. Estas decisiones permitieron frenar la demanda agregada y se tradujeron en una desaceleración en 1996, por lo cual se moderaron a partir de entonces, con excepción del encaje al endeudamiento externo, que se hizo riguroso una vez más a comienzos de 1997, con el fin de enfrentar a una nueva avalancha de capitales.

La nueva 'recesión a la colombiana' de 1996, generada enteramente por estas medidas de enfriamiento monetario más que por factores externos, fue sucedida por una aceleración modesta y temporal en 1997, apoyada por las medidas monetarias menos restrictivas y el persistente crecimiento del gasto público. Aunque este último redujo su ritmo de crecimiento, no pudo ser financiado en su totalidad con mayores ingresos corrientes, dando inicio a un deterioro de los balances fiscales, en montos moderados en relación con lo que serían los patrones posteriores. La decisión de financiar este déficit a través del mercado interno de bonos también buscó evitar alimentar el aumento de la deuda externa, que por el lado privado seguía aumentando. La tendencia a la revaluación y el elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvieron, aunque este último no mostró deterioro adicional gracias al menor ritmo de crecimiento de las importaciones (Gráfico III.2, pág. 107).

La sucesión de las crisis asiática y rusa, y su extensión posterior al grueso de las economías emergentes, encontraron, por lo tanto, a Colombia en una situación de sobrevaluación cambiaria, altos déficits en cuenta corriente y un acelerado endeudamiento externo. La súbita interrupción del financiamiento externo y el fuerte aumento de su costo se conjugaron entonces con una política que trató de evitar una devaluación desordenada como la que se había presentado en algunas economías de Asia Oriental. La banda cambiaria fue modificada en dos ocasiones (septiembre de 1998 y junio de 1999), pero la presión continua sobre el techo de la banda desde el primer semestre de 1998 generó una contracción de la base monetaria (evidente en los datos anuales desde los últimos meses de dicho año), ante la decisión de la Junta Directiva del Banco de no compensar el efec-

to monetario de la venta de reservas internacionales necesaria para defender la banda (Gráfico III.3, pág. 109). Esta era una situación virtualmente desconocida (aunque se había dado de manera fugaz durante el enfriamiento monetario de 1996), especialmente en un contexto de inflación que todavía mantenía la inercia de las décadas recientes, y que se tradujo, como veremos, en una elevación de las tasas de interés a uno de los niveles más altos de la historia del país. La política monetaria actuó de esta manera claramente procíclica, generando un fuerte aumento en las tasas de interés que reforzó las presiones recesivas que venían del exterior (Villar, Romero y Pabón, 2015). Ante la pérdida de credibilidad de la banda y su poca efectividad, la Junta Directiva del Banco se vio obligada a eliminarla de forma definitiva en septiembre de 1999, dentro del contexto de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que había exigido la flotación para suscribir el acuerdo con Colombia.

Desde el punto de vista interno, lo que implicaron estos giros de la política del Banco de República, en su primera etapa como autoridad autónoma, fue que la política monetaria procíclica de carácter fuertemente expansionista de 1992 - 1994, fue sucedida tiempo después, en 1998 - 1999, por una política monetaria también procíclica, pero ahora de corte fuertemente contraccionista[29]. El país no tenía precedentes ni de una ni de otra. De esta manera, así como la expansión de la demanda agregada en 1992 - 1994 no tenía antecedentes, tampoco lo tuvo la contracción de la demanda, que después de una pequeña caída en 1998 tuvo un verdadero colapso en 1999, cuando cayó cerca del 10% (una caída que en términos mensuales se inició, sin embargo, en el segundo semestre de 1998). El PIB, que ya se había expandido mínimamente en 1998, cayó 4,2% en 1999 y, en términos per cápita, no retornaría a los niveles de 1997 sino hasta 2004. El país experimentó la primera recesión abierta desde comienzos de los años treinta, mucho más severa que la de entonces. Atrás quedaron las 'recesiones a la colombiana': ahora fue abierta y fuerte.

La crisis de fin del siglo tiene, por supuesto, elementos comunes con la de comienzos de los ochenta. En ambos casos, hubo una fuerte expansión previa del endeudamiento externo e interno, que financió un aumento rápido del gasto público; en el segundo caso, también del gasto privado. En ambos se produjo una revaluación del peso, un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos financiado con abundantes recursos de crédito externo. Sin embargo, el periodo

29 Para visiones contrapuestas del manejo de esta coyuntura crítica, véanse Fernández (2000) y Urrutia (2002), con perspectivas críticas y de defensa de la política, respectivamente.

de deterioro de estos indicadores fue mucho más prolongado antes de la crisis de fin del siglo, y el peso relativo de los sectores público versus privado fue diferente en una y otra.

El aumento del gasto público primario fue notorio en ambos periodos y más marcado en los años noventa: unos nueve puntos del PIB contra cinco a finales de los setenta y comienzos de los ochenta (Ocampo y Romero, 2015, cuadro 8.5)[30]. Sin embargo, el aumento de los noventa estuvo mejor financiado. Por eso, el déficit del sector público consolidado durante los cinco años anteriores a la crisis de 1999 fue de 6,2 puntos del PIB (Gráfico III.1, pág. 106), sustancialmente inferior al que precedió a la crisis de 1984, cuando alcanzó 20,9 puntos (Gráfico II.1, pág. 68 del capítulo anterior). Más aún, la deuda pública total, interna y externa, era todavía baja en 1997 y 1998: 26 y 31% del PIB, unos montos inferiores a los de 1990 (Ocampo y Romero, 2015, gráfico 8.5)[31]. La explosión del déficit fiscal y la deuda pública a niveles insostenibles solo tuvo lugar como resultado de la recesión, y en ese sentido puede considerarse que fue más un *efecto* que una causa de la crisis.

Por el contrario, las dificultades asociadas al gasto y déficit *privados* fueron mucho más severas durante la crisis de fin de siglo. Como el elevadísimo déficit en cuenta corriente que el país experimentó entre 1993 y 1997, 6,8% del PIB en promedio (Gráfico III.2, pág. 107), durante esos años correspondió a un déficit del sector público consolidado de solo el 0,9% del PIB en promedio (Gráfico III.1, pág. 106), el déficit externo fue esencialmente la contrapartida de un desajuste entre ingresos y gastos del sector privado. Por el contrario, el sector privado había tenido un superávit entre 1975 y 1991 y, por ende, durante los años que precedieron a la crisis de balanza de pagos de 1983 - 1984. Lo mismo está reflejado en la dinámica de la deuda externa: casi el 80% del aumento de la deuda externa entre 1991 y 1998 se originó en el sector privado (más del 90% si excluimos el año 1998); por el contrario, el sector privado concentró menos de la tercera parte del endeudamiento externo adicional entre 1979 y 1983 (Cuadros II.1, pág. 72 y III.1, pág. 110).

Como veremos, la contrapartida de estos déficits privados fue el auge financiero, nuevamente más acentuado y prolongado que el que precedió a la crisis de los

30 Estos cálculos del crecimiento del gasto público están basados en los datos de cuentas nacionales, que permiten estimar el aumento del gasto neto de transferencias intergubernamentales. Otros autores han estimado una expansión superior del gasto público en los noventa, pero desafortunadamente no hacen ajustes por los aumentos considerables en las transferencias entre entidades del gobierno, generadas por la creciente participación de departamentos y municipios en los ingresos corrientes de la nación.

31 Las privatizaciones ayudaron también a contener el aumento de la deuda pública nacional en los noventa. Sin embargo, las cuentas con el Banco de la República habían jugado un papel similar en los ochenta.

ochenta. Así las cosas, la crisis de fin del siglo fue más severa que la de comienzos de los ochenta, porque se produjo en el contexto de un ciclo financiero mucho más marcado que el de finales de los años setenta y comienzos de los ochenta. La contrapartida fue una burbuja de precios de activos que aumentaron fuertemente entre 1992 y 1995 y que se moderaron en los dos años siguientes, pero solo colapsaron a partir de 1998 (Caballero y Urrutia, 2006, pág. 135). De esta manera, como resultado del auge crediticio y de la burbuja de precios de activos, el sector privado se encontró en una situación financiera mucho más frágil que la que tenía antes de la crisis latinoamericana de la deuda. Su excesivo endeudamiento, tanto interno como externo, lo hizo extremadamente frágil, tanto a los aumentos de las tasas de interés que se produjeron durante la fase procíclica de manejo de la crisis, en 1998 - 1999, como a la devaluación del tipo de cambio que se produjo de forma más gradual a través de modificaciones de la banda cambiaria y de la liberación final del tipo de cambio. El primero de estos fenómenos fue particularmente crítico para los hogares, por las elevadas deudas de vivienda, que tenían como contrapartida precios de la finca raíz inflados por la burbuja de activos, así como para las empresas medianas y pequeñas, cuyas deudas eran esencialmente internas. Entre tanto, la devaluación afectó ante todo a las empresas más grandes. Como veremos, este deterioro se tradujo en una nueva crisis financiera interna.

La severidad de la recesión sorprendió a todos los analistas, que en general esperaban una modalidad de 'recesión a la colombiana', quizá un poco más severa que los episodios previos de los años noventa (1991 y 1996). La fuerte disminución de la inflación también sorprendió y tuvo un efecto positivo ya que, por lo súbito del fenómeno, quebró finalmente la historia de inflación inercial que el país había tenido desde los años setenta.

La cuenta corriente de la balanza de pagos se ajustó rápidamente, gracias a la fuerte contracción de las importaciones. Aunque se adoptaron medidas de ajuste fiscal, el gasto público, en general, amortiguó parcial y afortunadamente la contracción de la demanda interna privada. Sin embargo, como ello se produjo de forma simultánea con la caída en los ingresos tributarios generados por la recesión y con la explosión del servicio de la deuda pública, debido a las altas tasas de interés, el déficit fiscal y la deuda pública explotaron, de nuevo más como un efecto que como una causa de la crisis.

Con la fuerte devaluación, y la rápida corrección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que llegó a una situación cercana al equilibrio en 1999 y a un pequeño déficit en el año 2000, el Banco de la República pudo reducir las tasas de interés en los años siguientes, adoptando así una política monetaria anticíclica.

Desde 1999, y siguiendo tendencias internacionales, el Banco modificó, además, la forma de hacer política monetaria, adoptando sus tasas de interés de intervención en el mercado como el principal instrumento, en sustitución de los agregados monetarios, como había sido cierto históricamente. El objetivo final de la política siguió siendo el control de la inflación, como lo determinó la Constitución de 1991, pero en coordinación con la política económica general, como lo señaló la propia carta política. La Corte Constitucional, en una sentencia adoptada en 1999, aclaró que eso significaba que el Banco no podía ignorar otros objetivos de la política económica, en especial el empleo (Corte Constitucional, 1999). En todo caso, dado el deterioro patrimonial del sector privado, la reactivación fue lenta. El sector exportador ayudó, en parte, apoyado en una tasa de cambio real muy competitiva, pero la caída de los precios de productos básicos (incluido el café) y la paralización de las economías vecinas afectaron las exportaciones durante los años críticos.

Todo ello se enmarcó en la escasa disponibilidad de financiamiento externo por cerca de un lustro. La evolución de los márgenes de riesgo y el costo del financiamiento externo en el mercado internacional de bonos, así lo corroboran (Gráfico III.4, pág. 116). Aunque los primeros siguieron siendo generalmente más bajos en Colombia que en los países latinoamericanos, o en el conjunto de las economías emergentes, esta situación desapareció en el primer semestre de 2000, poco tiempo después de que el país perdiera la calificación de 'grado de inversión' en el tercer trimestre de 1999. Si bien la situación mejoró con posterioridad, y el país no fue afectado por los aumentos de los márgenes de riesgo para los bonos latinoamericanos en 2001, durante el deterioro de la crisis argentina, si lo fue, y muy severamente, durante el segundo semestre de 2002, por el contagio de la crisis generada por las elecciones brasileñas, que terminaron con la victoria de la izquierda en dicho país. Los márgenes de riesgo y el costo de financiamiento solo retornaron a niveles bajos a mediados de 2003 y, como veremos en el capítulo siguiente, continuarían siéndolo hasta hoy.

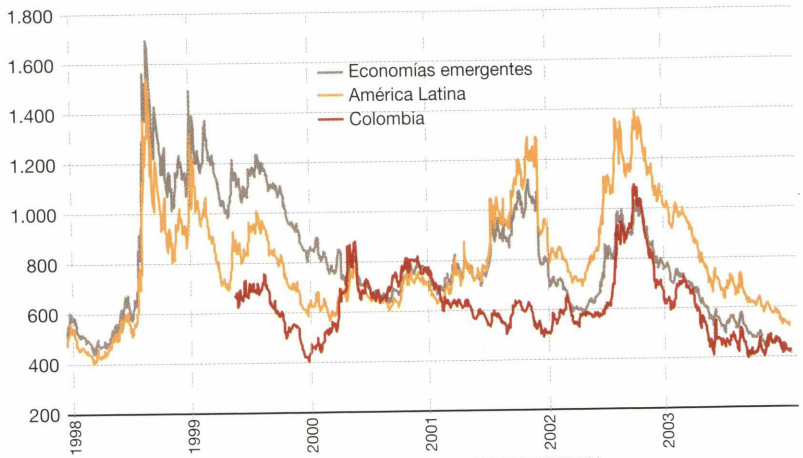
2. CAMBIOS INSTITUCIONALES

a. La liberalización financiera

Como vimos en el capítulo anterior, varias medidas de liberalización gradual del sistema financiero y de racionalización del sistema de crédito de fomento fueron adoptadas durante el periodo anterior, especialmente en 1974 y 1979 - 1980. Así mismo, a raíz de la crisis de 1982 - 1986, se llevaron a cabo reformas

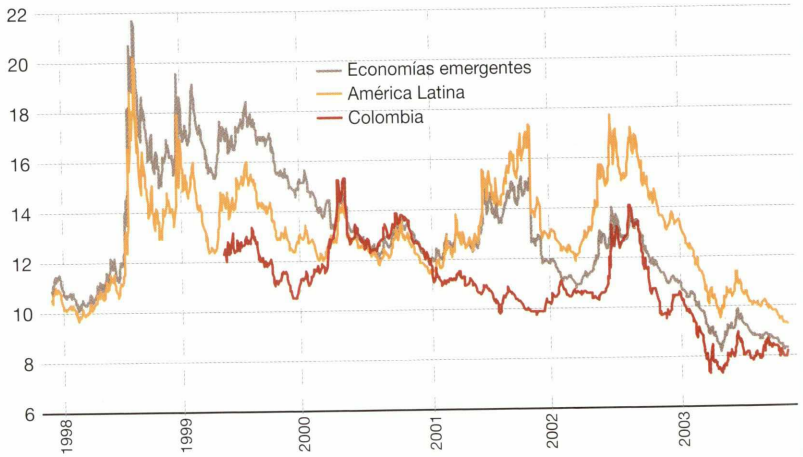
GRÁFICO III. 4 | Márgenes de riesgo y rendimiento de los bonos soberanos, 1998 - 2003

A. Márgenes de riesgo (puntos base)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA Y FERNÁNDEZ (1994) PARA ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPTACIONES

B. Rendimiento de los bonos (%)



FUENTE: JPMORGAN

tendientes a prevenir y mejorar el manejo de crisis financieras, en particular la creación de Fogafín en 1985, y el fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero a finales de la década, desarrollados con base en los criterios prudenciales del Acuerdo de Basilea. Sin embargo, las medidas que adoptó la administración Gaviria a comienzos de los años noventa, que en algunos casos se remontan a decisiones de finales de la administración Barco, constituyeron una reforma radical que redundó en una profunda reestructuración del sector financiero. Su símil son más bien las reformas de 1923 y 1951. Esta reorganización de la arquitectura del sistema crediticio del país estuvo desplegada en una multiplicidad de frentes.

•El primero fue la simplificación del régimen de crédito dirigido e inversiones forzosas asociadas al crédito de fomento. Este esfuerzo se inició bajo la administración Barco en 1989 e incluyó la eliminación del criterio de localización de las inversiones (parte de la política de descentralización), el menor peso otorgado al criterio de tamaño de las empresas, la eliminación del redescuento preferencial con que contaban las corporaciones financieras, y la simplificación de la estructura de tasas de interés y márgenes de redescuento, garantizando además una sana estructura en la cual las tasas se incrementaban con los plazos. En los años anteriores se había iniciado, además, el proceso de atar las distintas tasas de las inversiones forzosas y de las líneas de crédito de fomento a las del DTF (Fernández, 1994, cap. 4).

La oposición que se había venido acumulando desde tiempo atrás al crédito de fomento (véase, por ejemplo, Carrizosa, 1979) llevó a medidas más radicales a comienzos de los noventa. La crítica fundamental era, tal como vimos en el capítulo I, que la 'represión financiera' tenía efectos adversos sobre el desarrollo financiero y, por esta vía, obstaculizaba el crecimiento económico, en particular porque redundaba en una asignación ineficiente del crédito. Se criticaba también que el crédito de fomento beneficiaba ante todo a sectores de altos ingresos, pero puede decirse que lo mismo era válido, e incluso más, del crédito otorgado por el sector privado; por lo demás, algunas líneas para el sector agropecuario, y la pequeña y mediana industria, ciertamente tenían efectos benéficos en términos de acceso al crédito formal por parte de sectores que de otra manera no lo hubiesen tenido. Por último, también se argumentaba que los sectores económicos que habían sido objeto de preferencias en la política de crédito, en especial el agropecuario y el industrial, no habían tenido un desarrollo exitoso, y que en el caso del sector exportador era más importante el tipo de cambio que el crédito de fomento.

Esto llevó a la decisión de desmontar el grueso del crédito dirigido a comienzos de los años noventa, aunque con mecanismos de transición para las inversiones forzosas que quedaron suprimidas. Las dos excepciones al desmonte del crédito dirigido fueron el sector agropecuario y la vivienda de interés social. En lo que respecta al primero, permaneció la obligación de las entidades crediticias de destinar un mínimo de la cartera al sector o hacer inversión sustitutiva en títulos de Finagro. Sin embargo, se redujo considerablemente el monto del subsidio implícito y se ataron definitivamente las tasas de la inversión forzosa, así como las de redescuento y préstamo al DTF. En lo que atañe al segundo, se mantuvo la obligación de destinar una proporción mínima del crédito hipotecario a la vivienda de interés social.

Otro problema inherente al crédito de fomento había sido la forma como generaba una interacción perversa entre la política de crédito y la monetaria, lo cual implicaba un riesgo latente para esta última (Fernández, 1990). En tal sentido, uno de los problemas había sido históricamente el faltante de recursos de los fondos de fomento, que obligaba al Banco a emitir para cubrirlos. Como vimos en el capítulo anterior, este problema quedó en gran medida subsanado para los fondos de fomento desde comienzos de los años ochenta, aunque cabe recordar que las líneas de emergencia creadas durante la crisis de aquellos años crearon temporalmente nuevas fuentes de emisión. Había también un déficit potencial entre los ingresos y costos de los recursos de los fondos, que nuevamente se había en gran medida subsanado en forma algo más gradual modificando las tasas pasivas y activas de los fondos de fomento. Aparte de estos problemas de largo plazo, había otro de carácter cíclico, que tenía que ver con los efectos monetarios contraccionistas que producían los excedentes de los fondos, cuando la demanda de sus recursos era baja, así como la emisión que se generaba cuando acontecía lo contrario (Gómez, 1990). Este efecto era, además, procíclico si la demanda de recursos de los fondos tendía a aumentar durante los auges y a reducirse durante las fases descendentes del ciclo económico. En el caso del Favi, estos efectos cíclicos tenían que ver, además, con la liquidez o iliquidez de las CAV cuando los rendimientos de la Upac eran más o menos competitivos que los CDT.

Para subsanar estos problemas, la decisión de las administraciones Barco y Gaviria fue crear entidades especializadas para manejar el crédito de fomento, esencialmente bancos de desarrollo de segundo piso. Uno de los pasos más importantes en tal sentido fue la creación de Finagro en 1990, a la cual se trasladó el FFAP del Banco de la República. Cabe agregar que las entidades que no tenían una relación directa con el Banco de la República habían adoptado esa estructura

desde antes, en particular la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter), que fue creada en 1989 a partir del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, que venía funcionando desde 1975 en el BCH, y la Financiera Energética Nacional, que venía funcionando desde 1982 y antes como Financiera Eléctrica Nacional (y previamente como Financiera de Desarrollo Eléctrico).

A estas decisiones se agregó la de la Asamblea Constituyente de responsabilizar al Banco de la República exclusivamente por la política monetaria y cambiaria, lo que significó que debió abandonar totalmente sus funciones crediticias, excepto las que correspondían a la provisión de liquidez inherente a su función de 'prestamista de última instancia'. Para separar a Proexpo del Banco, la Ley 7ª de 1991 creó dos instituciones que lo sustituirían, dependientes ahora del Ministerio de Comercio Exterior, que también creó la misma ley: el Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancóldex) y la Agencia de Promoción de Exportaciones (Proexport), que tomó a su cargo las actividades no financieras del fomento exportador[32]. A su vez, con la Ley 31 de 1992, relativa al Banco de la República, los fondos de fomento que permanecían en el Banco (en particular el FFI y el FIP) fueron trasladados al IFI, con excepción de algunas líneas de crédito externo que permanecieron por un tiempo en manos del Banco. De esta manera, el sistema de crédito de fomento quedó organizado en cinco entidades de redescuento: Bancóldex (comercio exterior), Finagro (sector agropecuario), IFI (industria y otros sectores), Findeter (financiamiento territorial) y FEN (sector energético); solo el IFI mantuvo por un tiempo líneas de primer piso.

El último de los fondos manejados por el Banco, el Fondo de Ahorro y Vivienda (Favi), fue eliminado. Aunque esta decisión ciertamente logró el objetivo de igualar las condiciones de acceso a los préstamos de última instancia del Banco de la República por parte de distintas instituciones financieras, ignoró las peculiaridades del sistema Upac. En efecto, cabe recordar que dicho instrumento había tenía una doble función: la de proveer liquidez a las CAV (y, en este sentido, era el equivalente al crédito ordinario para los bancos) y la de transformación de plazos, dado el descalce temporal entre los créditos de largo plazo para vivienda y el carácter de corto plazo de las captaciones del sistema Upac. El problema se volvía crítico cuando la corrección monetaria se desfasaba del comportamiento de corto plazo de las tasas de interés, desplazando recursos del sistema Upac hacia CDT emitidos por otros intermediarios financieros. Para manejar este problema,

32 Este último cambió de nombre por el de Procolombia en 2014, con funciones también de promoción de inversiones, que en la práctica ya habían sido trasladadas previamente a Proexport.

se tomó la decisión de ir atando la corrección monetaria, no solo al índice de inflación, sino a la tasa de interés de los CDT. Los primeros pasos se habían dado en tal sentido en 1984 y en 1988, en momentos en que el Favi enfrentó faltantes de recursos. El peso de los CDT en la fórmula se aumentó aún más en 1992 y en septiembre de 1994 se decidió atar el Upac exclusivamente a los CDT. Estas decisiones pueden haber servido para hacer más competitivas las captaciones en Upac en relación con las de CDT, pero desvirtuaron totalmente el sistema de valor constante, mucho más que las decisiones adoptadas desde 1974 de poner topes a la corrección monetaria. Aún más, dejó a los deudores de vivienda con créditos a largo plazo sujetos a las variaciones de corto plazo de las tasas de interés. Este tema se sintió con fuerza con las alzas de dichas tasas de 1995 y, especialmente, de 1998. Contribuyeron definitivamente a la crisis de los deudores de vivienda y a la liquidación del sistema Upac a las cuales me referiré más adelante.

También, como continuación de las políticas de finales de los años ochenta, se mantuvieron los esfuerzos por mejorar la regulación y supervisión prudencial. La decisión más importante fue elevar en 1994 el requisito de patrimonio por encima de los requisitos de Basilea, al 9% de los activos ponderados por riesgo (Martínez y Calderón, 2003). Con el propósito de mejorar la transparencia, información y competencia del sistema, la Superintendencia Bancaria comenzó en 1990 a publicar trimestralmente los principales indicadores de los intermediarios financieros, haciendo disponible de una forma más accesible al público en general la información previamente disponible de los balances de cada uno de los intermediarios.

Una novedad en materia regulatoria que se introdujo en 1995 la 'Circular Básica Contable y Financiera' (Circular Externa No. 100 de la Superintendencia Bancaria de noviembre de dicho año) fue la de un sistema de provisiones anticíclicas, siguiendo una tendencia muy novedosa que había introducido España unos años antes. El objetivo de estas provisiones fue hacer una estimación de las pérdidas esperadas durante los periodos de auge crediticio, para aumentar los recursos con que contaban los bancos para cubrir las pérdidas en que incurren durante los periodos de deterioro de la calidad de la cartera. Estas provisiones se sumaron a las provisiones generales (1% de la cartera) y a las tradicionales por pérdidas incurridas, que la Circular denominó, curiosa pero correctamente, como procíclicas. A diferencia del sistema español, que hacía dichas provisiones anticíclicas (o 'estadísticas' en su terminología) para categorías homogéneas de deudas, el sistema colombiano obligó a hacer provisiones para cada crédito individual.

Otra decisión de carácter regulatorio que se adoptaron antes de la crisis fue elevar la ponderación de riesgo de los préstamos a las entidades territoriales, que estaban creciendo muy rápidamente. Después de expedida la Ley 358 de 1997, que estableció límites al endeudamiento territorial, esas normas se aplicaron a las entidades territoriales no autorizadas para endeudarse libremente. A esto se agregó la decisión de pasar la supervisión de las grandes cooperativas financieras a la Superintendencia Bancaria en 1997, ante la evidencia de riesgos crecientes de sus operaciones y vigilancia inadecuada del entonces Departamento Nacional de Cooperativas (más delante de Economía Solidaria). Esta decisión llegó tarde, dado el deterioro de las grandes cooperativas financieras, uno de los problemas que contribuyó a la crisis de fin de siglo.

A estas normas, que tenían antecedentes en los años noventa, se sumaron otras enteramente nuevas que serían las que terminarían por transformar profundamente el sector financiero colombiano. La primera de ellas, la Ley 45 de 1990, modificó aspectos fundamentales del régimen legal para los intermediarios financieros y la industria aseguradora, con el propósito de modernizar el sector financiero y prepararlo para cumplir con un papel fundamental dentro del proceso de apertura económica.

La Ley reformuló las normas sobre ingreso y salida de entidades del sector, facilitando en principio una y otra, así como sobre intervención por parte de las autoridades. Se eliminaron las restricciones a la inversión extranjera en el sector financiero, permitiendo a inversionistas extranjeros adquirir hasta la totalidad del capital social de cualquier entidad y eliminando de esta manera la 'colombianización de la banca' de los años setenta. Este proceso estuvo acompañado por el cambio en las normas andinas que habían dado lugar a las decisiones de aquella época. Así mismo, se eliminó la figura de la nacionalización de entidades financieras, sustituyéndola por una intervención de Fogafín, como de alguna manera ya estaba aconteciendo desde la creación de esa entidad. De otro lado, y quizás más importante en términos de sus efectos sobre el sector, se introdujo el modelo de matrices y filiales, se autorizó la transformación de entidades y se crearon mecanismos más simples para la absorción, fusión y liquidación de instituciones financieras, sujetos en todos los casos a la aprobación de la Superintendencia Bancaria.

Otro de los principales virajes de esta Ley fue la autorización de nuevas operaciones y actividades dentro del sistema financiero. Específicamente, se autorizó a los intermediarios financieros a constituir sociedades filiales para la prestación de servicios de arrendamiento financiero, fiducia, almacenamiento y administración

de fondos de pensiones y cesantías. En el caso de los servicios fiduciarios, se prohibió a los establecimientos de crédito prestarlos directamente, obligando por lo tanto a la constitución de sociedades especializadas en tal negocio. En adición, los establecimientos de crédito recibieron permiso para realizar operaciones financieras novedosas u otras que estaban autorizadas previamente a otras entidades, eliminando así la necesidad de crear entidades para manejar operaciones no tradicionales. De igual forma, se le otorgaron importantes facultades extraordinarias al Ejecutivo para transformar tanto el régimen como los objetivos de las entidades financieras.

La Ley 45 fue complementada por otras normas aprobadas también en 1990. Una de ellas fue la creación de filiales para la administración de los fondos de cesantías, la cual se encontraba articulada con el nuevo régimen de las cesantías derivado de la reforma laboral de dicho año. En esta misma línea, la apertura a la inversión extranjera en el sector financiero fue un complemento importante a la variedad de modificaciones introducidas en el régimen tributario para los inversionistas extranjeros, en el contexto de la reforma tributaria.

Por su parte, en el año 1991, mediante la Ley 9ª, se introdujeron cambios importantes al sistema cambiario del país, que sustituyeron el régimen de control de cambios establecido por el Decreto Ley 444 de 1967. En particular, esta Ley creó un mercado libre y otro regulado de divisas, con lo cual se eliminó el monopolio del Banco de la República en la realización de transacciones en el mercado cambiario y se descentralizaron las operaciones de este mercado en el sector financiero y otros entes autorizados.

En esta misma línea, y en desarrollo de los mandatos de la nueva carta política, la Ley 31 de 1992 estableció que el objetivo del Banco de la República sería velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda y que ejercería las funciones de regulador y emisor de la moneda, administrador de las reservas internacionales y prestamista de últimas instancias de los establecimientos de los créditos. Los encajes estarían constituidos por depósitos en el Banco de la República o efectivo en caja, con lo cual se eliminaban las inversiones sustitutivas, que habían sido un instrumento fundamental del régimen de crédito dirigido del pasado. Mantuvo la facultad de fijar tasas máximas de interés pero limitando a 120 días del año la vigencia de tales intervenciones. La Junta Monetaria fue sustituida por una Junta Directiva del Banco, con siete miembros (el Ministro de Hacienda, el Gerente General del Banco y cinco miembros de dedicación exclusiva y periodos fijos nombrados por el Presidente de la República), que se convirtió así en la nueva autoridad monetaria y crediticia.

Posteriormente, en 1993, mediante la Ley 35, se aprobó la ampliación de las operaciones que podían hacer los diferentes intermediarios, al tiempo que se autorizó la creación de entidades especializadas en *leasing*. En ese sentido, se logró afianzar la consolidación gradual de la multibanca, desarrollando el concepto de conglomerado financiero, y se amplió la competencia entre entidades que hasta entonces habían tenido un alto grado de especialización. En efecto, en el marco de esta y normas anteriores se generaron formas de competencia entre intermediarios que representaron la eliminación de la especialización de los distintos intermediarios crediticios vigente desde 1923 y que crearon en esencia un sistema en el cual los intermediarios competían todos contra todos (Fernández, 1994; Clavijo, 2002). Así, por ejemplo, las CAV quedaron autorizadas a captar y prestar en pesos o en Upac y también para prestar para consumo o expedir tarjetas de crédito, en tanto que los bancos quedaron autorizados para captar y prestar en Upac y captar ahorros con rendimiento diario (el 'paga diario', vigente desde 1990). Cabe agregar que desde 1989 los bancos habían quedado autorizados a prestar a largo plazo con un sistema que permitía capitalizar una parte de los intereses, lo cual hizo estos préstamos más similares a los del sistema Upac.

Como complemento al modelo de matrices y filiales que introdujo la Ley 45 de 1990, en 1995, mediante la Ley 222, se modificó el Código de Comercio para definir el concepto de 'grupo empresarial'. Más allá del criterio de subordinación, lo que esta norma estipuló como la esencia de un grupo es la unidad de propósito y dirección que persiga la matriz o entidad que controla el conglomerado (Uribe, 2013).

La transición a la multibanca que produjo este conjunto de normas no estuvo, por supuesto, exenta de discusiones y costos. Esta fue la propuesta del Ministro de Hacienda y contó con el apoyo del Superintendente Bancario, pero el Banco de la República hubiese preferido continuar con la banca especializada. La transición, que con el tiempo fue exitosa, pudo haber contribuido a la crisis de finales de siglo, ya que el sistema no estaba preparado para manejar adecuadamente los vasos comunicantes del nuevo esquema[33]. El nuevo esquema también produjo, como veremos, grados de concentración en el sector financiero que el país no conocía.

Otro elemento esencial con profundos efectos fue la redefinición del papel de las entidades estatales en el sistema financiero. En este sentido, el modelo colombiano adoptó un camino intermedio, manteniendo, como vimos, un sistema

33 Agradezco a Juan Carlos Jaramillo este comentario particular.

bastante completo de bancos de desarrollo de segundo piso y uno de primer piso, el Banco Agrario, creado a partir de la reestructuración de la vieja Caja Agraria, pero privatizando las entidades que habían sido nacionalizadas durante la crisis financiera de los ochenta, y privatizando o liquidando el grueso de las entidades creadas durante los años de mayor intervencionismo estatal.

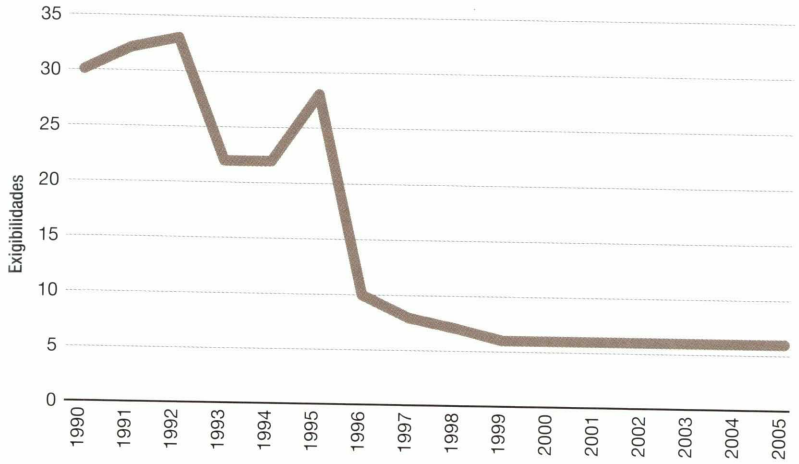
En ese contexto, en agosto de 1991, el antiguo Banco de los Trabajadores fue vendido al Banco Mercantil de Venezuela, transformándose en el Banco Mercantil de Colombia. En octubre de ese mismo año, fue vendido el Banco Tequendama al Banco Construcción de Venezuela, y en diciembre, el Banco del Comercio al Banco de Bogotá (Grupo Sarmiento Angulo). Posteriormente, en enero de 1994, el Banco de Colombia fue adquirido por el Grupo Gilinski. Paralelamente, se privatizaron algunas entidades que habían nacido como oficiales, en particular los Bancos Ganadero y Popular, la Corporación Financiera Popular, la Corporación Popular de Ahorro y Vivienda (Corpavi) y la Corporación Financiera del Transporte, entre otros. Con la privatización del Banco Popular en 1996 quedaron en manos del Estado solo tres instituciones bancarias: la Caja Agraria, el BCH y el Banco Cafetero (con su Corporación de Ahorro y Vivienda, Concasa).

El último elemento de la reforma, que vino de forma gradual y con algún rezago, fue la reducción de los niveles de encajes. De acuerdo con Carrasquilla y Zárate (2002, gráfico 8), este era el principal elemento de la 'carga regulatoria' antes de las reformas, y la fuente principal de la disminución de la 'represión financiera' entre 1992 y 1997. La caída del encaje promedio se inició en 1992 pero fue suspendida por las medidas de ajuste de 1995 antes de caer en 1996 a un nivel muy bajo para los patrones históricos (Gráfico III.5, pág. 125). Dicha reducción alimentó, como es obvio, la expansión monetaria y el auge creditico. Más aún, el régimen establecido no solo fue mucho más simple en términos de su estructura, sino también más neutral desde el punto de vista de los instrumentos de captación, al tiempo que se prohibió permanentemente que el sistema de encajes fuera utilizado con intenciones distintas a las coyunturales (Fernández, 1994).

b. Auge y crisis financiera

La liberación financiera y cambiaria supeditó la economía a ciclos financieros más profundos que los que había vivido durante la era de fuerte intervención estatal, regresando a fenómenos que el país solo había experimentado en los años veinte y comienzos de los treinta del siglo pasado. Además, como vimos,

GRÁFICO III. 5 | Encaje legal bancario promedio propios



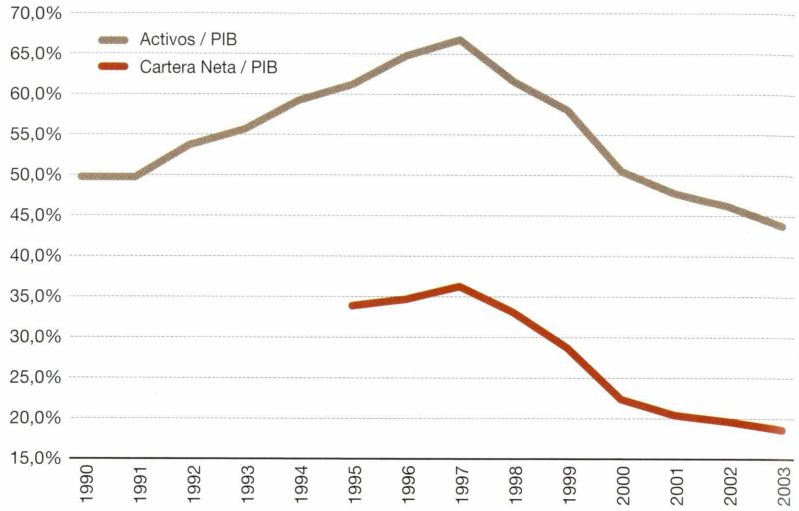
FUENTE: ARANGO (2006) CON BASE EN SUPERINTENDENCIA BANCARIA

la política macroeconómica procíclica que siguió en algunas coyunturas críticas acentuó la intensidad del ciclo financiero, que se vivió a partir de apertura económica.

En efecto, según lo indica el análisis de la primera sección de este capítulo, la causa fundamental de la euforia de la demanda agregada y la actividad productiva que el país comenzó a vivir en 1992 no fueron tanto las reformas estructurales como sí la política macroeconómica expansiva que se adoptó a partir de ese año, en el contexto, además, de euforia en el mercado internacional de capitales. El comportamiento procíclico del financiamiento externo fue amplificado por el comportamiento, igual e incluso crecientemente procíclico del financiamiento interno (Urrutia, Lizarazo y Caballero, 2006; Villar, Salamanca y Murcia, 2005). El sector financiero experimentó, de hecho, el auge más espectacular de la historia del país hasta entonces. Los activos del sistema financiero aumentaron en 17 puntos porcentuales del PIB, mucho más que los poco menos de 12 puntos que había aumentado durante el auge de 1978 - 1982, y más que el aumento del coeficiente de apertura durante todos los auges precedentes. La reducción de los encajes permitió, además, prestar una mayor proporción de los activos.

GRÁFICO III. 6 | Intensidad del ciclo financiero

A. Activos y colocaciones del sistema financiero como % del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

El rápido crecimiento de los activos financieros y el crédito no estuvo, sin embargo, exento de costos. En particular, y siguiendo una larga experiencia histórica a lo largo y ancho del mundo, el auge produjo años después una crisis. En las palabras del gerente del Banco de la República Miguel Urrutia, ante la Convención Bancaria de 1999, y publicadas como 'Nota Editorial' de la *Revista del Banco de la República* en mayo del mismo año:

> *La actual recesión económica se gestó en 1993. En ese año hubo un crecimiento excesivo de la cartera del sector financiero, que aumentó 24,4% en términos reales, y llevó a una burbuja en los precios de los activos. (...) Ese crecimiento en los precios de los activos no era sostenible, e inevitablemente llevaría al deterioro de la cartera del sistema financiero al desinflarse el valor de la garantía de los préstamos* (Urrutia, 1999, pág. 5).

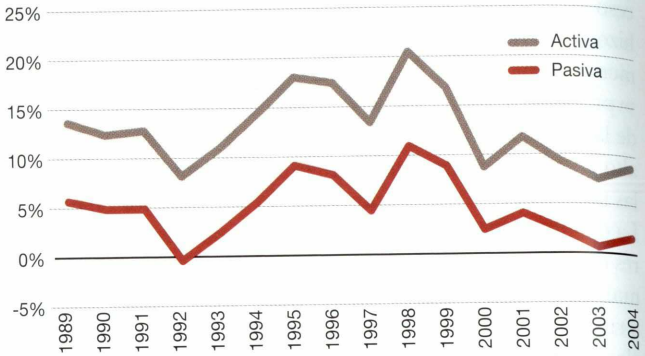
Desde el punto de vista externo, la contrapartida de la expansión fue el auge del mercado internacional de capitales al que el sector privado del país tuvo acceso gracias a las menores restricciones al endeudamiento externo. Esta situación hizo particularmente vulnerable la economía a virajes en las percepciones en el mercado internacional y choques adversos externos que, como vimos, finalmente se produjeron para el grueso de las economías emergentes a partir de la secuencia de las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998. Como vimos en la primera sección, el alto endeudamiento interno hizo muy sensibles a los agentes privados a alzas en las tasas de interés y, cuando estaban endeudados en el exterior, a la devaluación. La defensa de la banda cambiaria produjo una dramática alza de las tasas de interés durante el primer semestre de 1998 que, aunque se moderó con posterioridad, mantuvo dichas tasas en niveles muy altos (Gráfico III.7, pág. 128). De hecho, en términos reales, las tasas de interés alcanzaron a superar en 1998 el pico previo, alcanzado en 1983 (Gráfico III.7, pág. 128 y gráfico II.4 del capítulo anterior, pág. 83), pero ahora su efecto fue más marcado, debido a los mayores niveles de endeudamiento. La devaluación también se produjo pero, dada la forma como se manejó la política cambiaria, de manera algo más gradual.

Los efectos del alto nivel de endeudamiento se hicieron evidentes cuando estalló la burbuja de precios de activos. El incremento de las tasas de interés, aunado a la caída de los precios de la finca raíz, tuvo un efecto particularmente severo sobre la carga financiera de los hogares, cuyos ingresos cayeron, además, como resultado de la recesión. El aumento de las deudas en relación con los precios de los inmuebles desembocó en incrementos de daciones en pago, desvalorizaciones hipotecarias y paralización del sector de la construcción, lo cual se tradujo, a su vez, en un mayor nivel de desempleo y con mayor deterioro en la calidad de los créditos hipotecarios (Cárdenas y Badel, 2003). Este efecto no se había producido en la crisis de los ochenta, durante la cual las CAV navegaron sin grandes dificultades. El efecto fue también severo sobre muchas pequeñas y medianas empresas, endeudadas esencialmente en pesos.

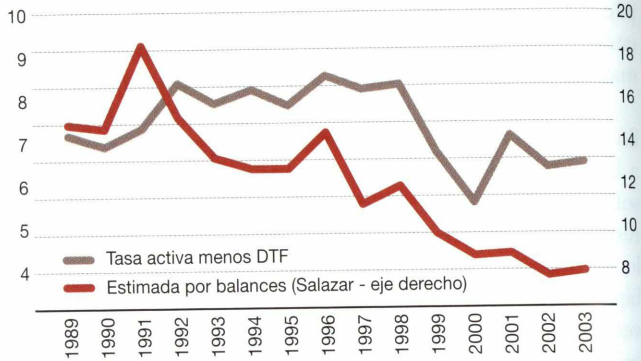
Más aún, ante las crecientes incertidumbres, se generó a lo largo de 1998 una paralización del crédito (*credit crunch*), que amplió significativamente la caída en la demanda agregada y, por ende, la intensidad de la recesión. Es posible, además, que las regulaciones financieras más severas adoptadas a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa hayan ejercido un efecto procíclico, ya que las entidades financieras se vieron obligadas a castigar la cartera de forma más acelerada que a comienzos de los ochenta, y a frenar los nuevos créditos por temor a los crecientes requisitos de capital que enfrentaban debido a las pérdidas en el manejo

GRÁFICO III. 7 | Tasas de interés

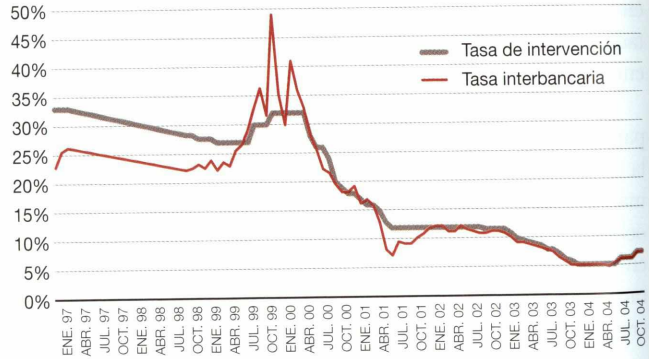
A. Tasas de interés reales anuales, 1989 - 2004



B. Márgenes de intermediación (puntos porcentuales)



C. Tasas de interés mensuales, 1997 - 2004



FUENTES:
ACTIVA: SE UTILIZÓ LA TASA ACTIVA TOTAL SISTEMA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

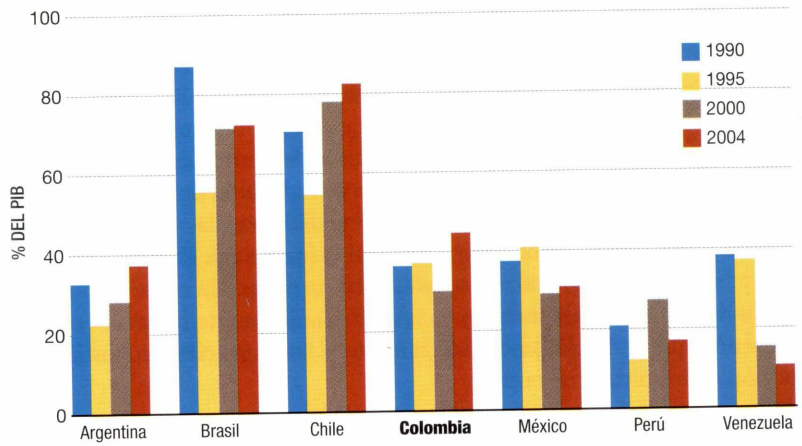
PASIVA: TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL DE CDT A 90 DÍAS PARA BANCOS Y CORPORACIONES

MÁRGENES: DIFERENCIA ENTRE TASA ACTIVA Y DTF ESTIMADA GEOMÉTRICAMENTE, Y MÁRGENES SEGÚN BALANCES ESTIMADOS POR SALAZAR (2005B)

de la cartera. La contracción de la profundización financiera fue severa. Entre 1998 y 2003 la cartera neta se redujo en 17,5 puntos del PIB, aproximadamente la mitad del nivel alcanzado en 1997; el grueso de la caída se produjo en los tres primeros años (Gráfico III.6, pág. 126). En términos de activos, la profundización llegó en 2003 a niveles inferiores a los de 1990 - 1991. Todos los componentes de la cartera (comercial, de vivienda y de consumo) se redujeron de manera marcada, pero la crisis conllevó efectos devastadores sobre los créditos de vivienda, que no se recuperaron durante el auge posterior del impacto de la crisis; sobre este tema volveré en el capítulo final de este libro.

La comparación con los pares del continente evidencia la magnitud de la crisis colombiana. En efecto, entre las siete economías latinoamericanas de mayor tamaño, nuestro país fue uno de los tres que presentó una disminución en la participación del crédito bancario en el PIB entre 1995 y 2000, de acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial. La disminución no fue, sin embargo, tan acentuada como la que experimentaron durante estos años México y, especialmente, Venezuela. Pese a ello, y aunque el sector financiero colombiano siguió siendo más pequeño que los de Brasil y Chile, se consolidó como el tercero de la región en proporción al tamaño de la economía, ahora claramente por encima de los de Argentina y México (Gráfico III.8). Esto aún más en Perú (que siempre estuvo rezagado en relación con nuestro

GRÁFICO III. 8 | Crédito interno provisto por el sector bancario



FUENTE: BANCO MUNDIAL

país) y Venezuela (cuyo sector financiero colapsó en tamaño a partir de la crisis financiera que experimentó dicho país a partir de 1994).

La superación de la crisis exigió, como la de los años ochenta, un gran esfuerzo de intervención por parte de todas las entidades encargadas. La principal diferencia con la crisis previa fue el cambio en los actores involucrados. El Banco de la República, impedido por la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992 a otorgar créditos a los sectores en crisis, como lo hizo masivamente en los ochenta, limitó sus acciones a la provisión de liquidez, dentro de sus funciones de prestamista de última instancia. El eje de la acción recayó sobre la institución que había sido creada en la década previa para manejar las crisis, Fogafín, y estuvo afectada por las entidades y los problemas que se presentaron en esta ocasión, y que se concentraron en la banca oficial, el crédito de vivienda y la banca cooperativa. Por el contrario, la banca privada enfrentó menores problemas y la de mayor tamaño salió incólume de la crisis. Para hacer frente a la variedad de situaciones, se multiplicaron las formas de intervención. Además, nuevas normas legales apoyaron el manejo de la crisis.

Para comenzar, el Gobierno Nacional declaró en noviembre de 1998 el estado de Emergencia Económica y Social, orientado a aliviar la situación de los deudores hipotecarios, así como a atender los problemas de la crisis financiera generados en el sector público y cooperativo. A su vez, con el propósito de financiar las soluciones contempladas en los decretos de emergencia, se introdujo un impuesto a las transacciones financieras del dos por mil, una contribución de carácter supuestamente temporal. Más adelante, estas acciones fueron complementadas con la emisión de títulos de capitalización de la banca pública por parte de la Nación. En principio, los apoyos otorgados con estos recursos se destinaron, principalmente, a fortalecer patrimonialmente las entidades financieras, a través de Fogafín.

Como resultado de ello, la 'represión financiera' aumentó de nuevo desde finales de ese año, en gran medida como resultado de la creación del impuesto a las transacciones financieras, pero también de la introducción de algunas inversiones forzosas a cargo de los establecimientos de crédito, creadas con el propósito de cubrir parcialmente los costos fiscales de la crisis financiera. Carrasquilla y Zarate (2002), y Salazar (2005a, 2005b), señalan, en efecto, que la introducción del impuesto a las transacciones financieras revirtió parcialmente la caída en el índice de represión que se había producido durante el auge gracias, en particular, a la reducción en los niveles de encaje.

La responsabilidad principal del manejo de la crisis y recuperación de la confianza de los ahorradores del sistema financiero recayó sobre Fogafín, que logró

sortear dicha turbulencia con gran éxito (Cadena, 2002; Caballero y Urrutia, 2006; Fogafín, 2009). Esta entidad actuó en una variedad de frentes, algunos con base en la experiencia previa, pero otros enteramente nuevos. Las acciones incluyeron la reestructuración y capitalización de la banca pública, incluyendo la liquidación del BCH; la oficialización de algunas entidades privadas, así como la compra de la cartera y los apoyos de liquidez a otras; el suministro de créditos a los accionistas de la banca para financiar su capitalización; la administración de los alivios a los deudores hipotecarios, y la obligación de responder a los clientes de las entidades liquidadas por la vía del seguro de depósitos.

La reorganización de la banca estatal fue una de las principales acciones. Las causas de las dificultades de estas entidades fueron diversas[34]. Algunos eran de vieja data, en particular la alta carga prestacional de todas ellas. La Caja Agraria había enfrentado serios problemas con su cartera por varios años, debido a la crisis del sector agropecuario desencadenada por la mezcla de la apertura económica, bajos precios internacionales y revaluación, y la secuencia de programas de refinanciación a los cuales dieron lugar. Ello se agravó por el imprudente (e incorrecto) anuncio de su primer presidente, bajo la administración Gaviria, de que la entidad sería privatizada, lo que llevó a no pocos deudores a suspender el pago de sus obligaciones. Frente a esta situación, los aportes de capital fueron insuficientes y la entidad estuvo no solo permanentemente descapitalizada sino con patrimonio negativo (con excepción de 1993 y 1994, cuando se realizaron las capitalizaciones exigidas por la reforma de 1990). El Banco Central Hipotecario fue víctima de mala administración por parte del Instituto de Seguros Sociales, después de que el gobierno nacional se lo entregó como pago de parte de sus acreencias. El Banco Cafetero se mantuvo en una situación más sólida, pero enfrentó problemas de iliquidez al comienzo de la crisis, y de los altos costos para financiarla debido a las altas tasas de interés.

Valga destacar que, durante este proceso de transformación, la Caja Agraria y el BCH, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, dejaron de existir. La primera fue transformada en 1999 en el Banco Agrario, y la segunda, liquidada, y su cartera, transferida a Granahorrar, después de la oficialización de esta última entidad. El Banco Cafetero se fusionó con su corporación de ahorro y vivienda, Concasa, en 1998, y sería privatizado después de la crisis. Una de las filiales del BCH, la Central de Inversio-

34 Las consideraciones incluidas en este párrafo son personales, y están basadas en la experiencia que tuve como funcionario público con el manejo de estas instituciones antes de la crisis.

nes S.A. (Cisa) fue utilizada como 'banco malo' para absorber cartera de dudoso recaudo de los bancos oficiales intervenidos. Además, hubo todo tipo de divisiones y transferencia de cartera. Por ejemplo, el Banco Cafetero recibió el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado y una parte de los de Granahorrar para formar Granbanco, la entidad que sería privatizada en 2007.

En el caso de la vivienda, la naturaleza de las intervenciones estuvieron también afectadas por las decisiones de la Corte Constitucional que dictaminaron el fin del sistema Upac (Uribe y Vargas, 2002). Este Tribunal redujo las tasas de interés de los préstamos hipotecarios pendientes y pidió a la Junta Directiva del Banco de la República establecer una tasa máxima de créditos hipotecarios en el futuro. Separó, además, la fórmula de indización para los préstamos hipotecarios de la tasa de interés de mercado y dictaminó que debía basarse sólo en la inflación observada. Revirtió, así, de un plumazo, las decisiones adoptadas entre 1984 y 1994 que habían redundado en atar la Upac a la tasa de interés de corto plazo. De esta manera, la Corte pidió volver a una unidad de cálculo de los saldos de la deuda hipotecaria que utilizara la inflación en lugar de la tasa de interés, lo que reducía en la práctica el tamaño de la deuda. Ante la declaratoria de inconstitucionalidad del sistema Upac, el Congreso aprobó la Ley 546 en el año 1999, que reconstruyó los mecanismos de financiación hipotecaria por medio de la creación del sistema UVR (unidad de valor real), basado exclusivamente en la inflación y estableciendo que los saldos de capital no pueden crecer por encima de ella.

En lo atinente a los deudores de crédito de vivienda, el Decreto 2331 de 1998 determinó que los establecimientos de crédito estaban obligados a aceptar las ofertas que presentaran los deudores que quisieran cancelar sus obligaciones con una dación en pago. Por otra parte, aparte de las medidas tomadas durante la Emergencia para no permitir un empeoramiento de esta cartera, el Decreto 688 de 1999 reglamentó una segunda fase de alivios a este tipo de deudores, otorgándoles facultades a Fogafín para que estableciera un programa de apoyo para los deudores al día y en mora. De igual forma, la Ley de Vivienda (546 de 1999) ordenó la reliquidación de los saldos de los créditos de vivienda vigente, en un monto igual a la diferencia entre el saldo calculado en Upac y el nuevo saldo calculado con la UVR, lo que redujo considerablemente los montos de las deudas correspondientes. Finalmente, los decretos 2332 de 1998 y 213 de 1999 establecieron que Fogafín ofrecería un seguro para los deudores de crédito de vivienda de interés social, que ampararía el pago de una o más cuotas en caso de que estos perdieran su empleo.

Una de las causas de la crisis hipotecaria fue también la falta de una regulación apropiada sobre cuotas iniciales, valoración de las garantías y planes de amortización. En todos estos casos, los problemas se corrigieron durante la crisis, obligando a cuotas iniciales de al menos el 30%, regulando las garantías y obligando a las entidades a someter los planes de amortización a aprobación de las autoridades; el mal diseño de algunos de estos planes había sido una de las causas de los problemas de pago de los deudores[35].

En torno a otras entidades financieras en dificultades, la Ley 510 de 1999 tuvo como propósito agilizar las intervenciones de la Superintendencia Bancaria y Fogafín en las entidades en problemas y, por el otro, la Ley 546 del mismo año facilitó la reestructuración financiera de las empresas del sector productivo afectadas por su alto nivel de endeudamiento. Con base en estas y otras facultades preexistentes, se intervinieron algunos bancos medianos y pequeños, al igual que algunas compañías de financiamiento comercial y corporaciones financieras, varias de las cuales fueron liquidadas pagando los seguros de depósito correspondientes. Entre ellas se cuentan los cierres del Banco Andino, el Banco del Pacífico y el Banco Selfín, así como la liquidación de la Compañía de Financiamiento Comercial FES. En total, durante la crisis de finales de los años noventa fue intervenido un total de veinticuatro establecimientos de crédito, cuatro más de las liquidaciones observados a lo largo de los treinta años anteriores (Fogafín, 2009).

En lo que respecta a las medidas de asistencia a entidades financieras que continuaron operando, se utilizó el instrumento de 'capital garantía' para algunas de ellas. Más aún, con el propósito de apoyar los procesos de fortalecimiento patrimoniales de este tipo de entidades, el Gobierno Nacional facultó a Fogafín, por medio de los decretos 836 de 1999 y 1574 de 2001, a otorgar líneas de créditos a los accionistas de dichas compañías. Finalmente, el sector financiero cooperativo, uno de los más afectadas por este impasse coyuntural, fue objeto de atención especial, en particular a través de la creación de un banco puente sobre el cual se volcaron los activos de las entidades en problemas.

En adición a este compendio de medidas destinadas a recuperar la confianza de los ahorradores, se creó el Departamento de Estudios Financieros del Banco de la República en el año 2000, que dos años más tarde se rebautizó como Departamento de Estabilidad Financiera (Defi), cuyo propósito principal era realizar análisis frecuente en torno a la estabilidad del sistema financiero colombiano, así

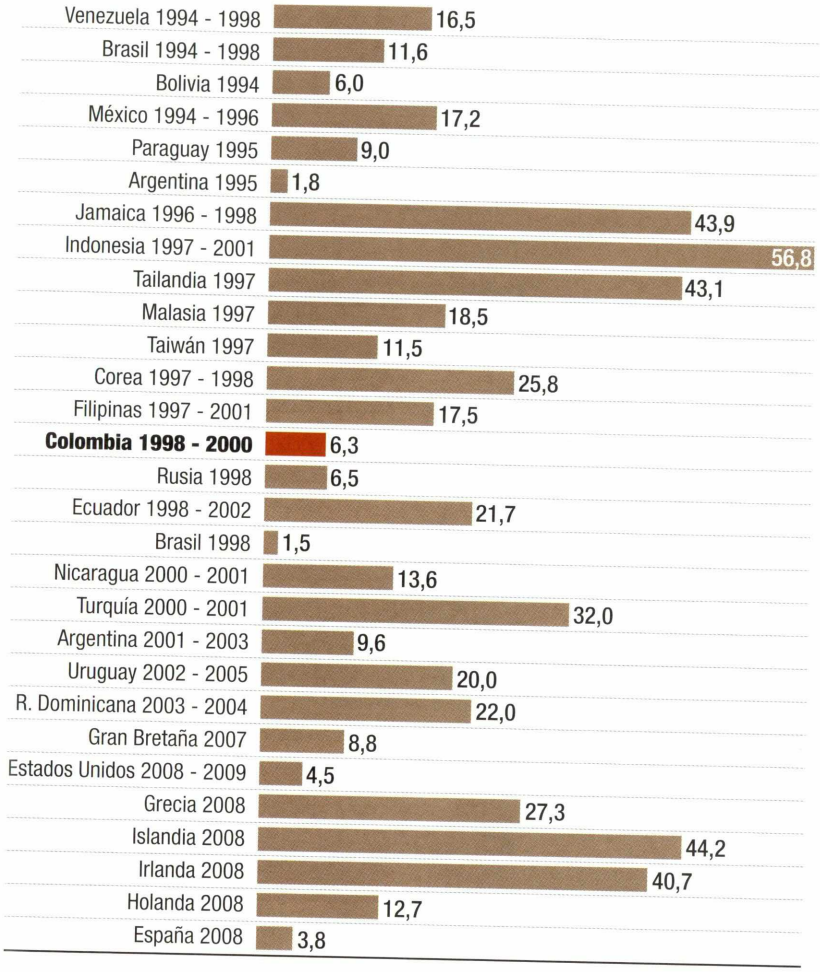
35 Por ejemplo, algunos planes del BCH se iniciaban con cuotas de amortización muy bajas, que en algún momento se elevaban súbitamente, por encima de la capacidad de pago de los deudores.

como evaluar posibles amenazas derivadas del sector externo y del comportamiento del sistema financiero local (Arango, 2006). En esta misma línea, se creó la Red de Seguridad Financiera, integrada por el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Bancaria (Financiera desde 2005, cuando se fusionó con la Superintendencia de Valores), Fogafín y Fogacoop, y que sirve como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes. Esta red permite evaluar de forma conjunta los riesgos existentes dentro del sistema financiero colombiano y las alternativas de mitigación.

La heterogeneidad de los problemas fue mayor que en la crisis de 1982-1986, así como el número de entidades que fueron objeto de intervención, aunque de menor tamaño relativo en el caso de las instituciones privadas involucradas. Como era de esperarse, los costos brutos de la crisis fueron sustanciales, pero nuevamente moderados para los patrones internacionales: 6,3% del PIB de acuerdo con las estimaciones más conocidas. Por ello, al igual que la de los años ochenta, la colombiana de fin de siglo corresponde a una crisis de tamaño modesto, muy inferior, por ejemplo, a las crisis de Venezuela y México en 1994, de Malasia y Filipinas en 1997, de Ecuador en 1998 y de Uruguay en 2002, que oscilaron entre 17 y 22% del PIB; a las de Corea en 1997 y Turquía en 2000, que tuvieron un costo equivalente al 26 y 32% del PIB, respectivamente; y, especialmente, a la nueva secuencia de crisis masivas, como las de Jamaica en 1996, Indonesia y Tailandia en 1997, e Irlanda e Islandia en 1998, todas, las cuales costaron más de 40% del PIB (Gráfico III.9, pág. 135).

Las estimaciones más recientes de Fogafín (2015a) dan una cifra ligeramente superior en términos brutos (7,2% del PIB de 2005), pero muy inferior si se tienen en cuenta las recuperaciones (3,4% del PIB en términos netos). Estas estimaciones, que se reproducen el Cuadro III.2 (pág. 136), permiten, además, detallar la fuente de estos costos. El rubro más grande fue la capitalización de las entidades seguido de otros mecanismos de apoyo (de liquidez, de apoyo a los accionistas y otros préstamos). De este conjunto de medidas de apoyo, 54% se destinó a siete instituciones oficiales, 21% a tres oficializadas, 14% a quince privadas y 11% a dos bancos cooperativos; los recursos de capitalización se destinaron a las dos primeras, en tanto que los otros se destinaron en grado variable a las oficializadas, privadas y cooperativas. A estos costos se agregaron los intereses de los bonos con los cuales Fogafín financió sus operaciones, y los gastos de liquidación de la Caja Agraria y absorción del pasivo pensional del Banco Cafetero. Las recuperaciones fueron diversas, pero se refieren a las obtenidas por la venta de los bancos oficiales u oficializados, y de los pagos de las diferentes líneas de crédito concedidas a distintas instituciones. La recuperación fue total en el caso de las líneas de apoyo

GRÁFICO III. 9 | Costos de crisis financiera, 1994 - 2008



FUENTES: LAEVEN Y VALENCIA (2012) Y BEIM Y CALOMIRIS (2001). CUANDO HAY DATOS EN AMBAS FUENTES, SE ESTIMA EL PROMEDIO SIMPLE DE LAS DOS ESTIMACIONES.

CUADRO III. 2 | Costo neto de la crisis financiera (Miles de millones de pesos de 2013)

A. Gastos

	MONTO
(1) MECANISMOS DE APOYO	**22.997**
Capitalización	13.291
Apoyos de liquidez (repos)	4.253
Línea de crédito de los accionistas/1	2.972
Préstamos a instituciones	2.481
(2) INTERESES DE BONOS	**6.465**
Capitalización de banca pública	5.145
Capitalización de banca privada	1.320
(3) OTROS GASTOS	**4.399**
Acuerdo de liquidación Caja Agraria	3.512
Pago del pasivo pensional Banco Cafetero	341
Gastos administrativos	315
Otros gastos en las instituciones/2	231
(4) PAGO DE SEGURO DE DEPÓSITOS	**264**
TOTAL (1+2+3+4)	**34.124**

B. Recuperaciones

	MONTO
(1) RECUPERACIÓN DE APOYOS OTORGADOS	**17.848**
Descapitalización	423
Recuperación de apoyos de liquidez (repos)	3.122
Recuperación de préstamos a las instituciones	1.938
Pago de créditos a accionistas	3.364
Cartera administrada	1.443
Venta	4.253
Dividendos	1.873
Devolución de aportes	1.260
Otras recuperaciones de instituciones	172
(2) RESTITUCIÓN DE SEGURO DE DEPÓSITOS	**187**
(3) OTROS CONCEPTOS	**45**
TOTAL (1+2+3)	**18.080**

C. Costo neto del apoyo a las instituciones

	MONTO	% DEL PIB DE 2005
Costo de apoyos	34.120	7,2
Recuperaciones	18.080	3,8
Costo neto	16.044	3,4

FUENTE: FOGAFÍN
1/ INCLUYE LA SUMA DE LA PARTE QUE SE DESEMBOLSABA DIRECTAMENTE MÁS LA QUE SE ENTREGABA MEDIANTE SUSCRIPCIÓN DE BOCEAS.
2/ CONTIENE LOS PAGOS DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS DEL BCH MÁS A LOS APORTES AL ISS QUE DEBÍA BANCAFÉ.

de liquidez y a los accionistas, pero incompleto para el resto, especialmente para los aportes de capital. El seguro de depósitos jugó un papel muy secundario y el grueso de los recursos fue recuperado con posterioridad, gracias al manejo de la cartera de las entidades respectivas. A estos costos hay que agregar los alivios a los deudores hipotecarios, muchos de los cuales corrieron por cuenta del gobierno y no de Fogafín, y que sumaron 2,1% del PIB de 2005 de acuerdo con los cálculos de Fogafín (2009, cuadro 17, pág. 167)[36]; el rubro más importante fue la reliquidación de los créditos de vivienda.

A partir de 2003, y gracias fundamentalmente a la recuperación de la economía nacional y a la política monetaria expansiva que mantuvo el Banco de la República desde la liberación de la tasa de cambio, la cartera del sistema volvió a presentar crecimientos positivos y se inició una nueva fase de crecimiento del sector que será analizada en el siguiente capítulo.

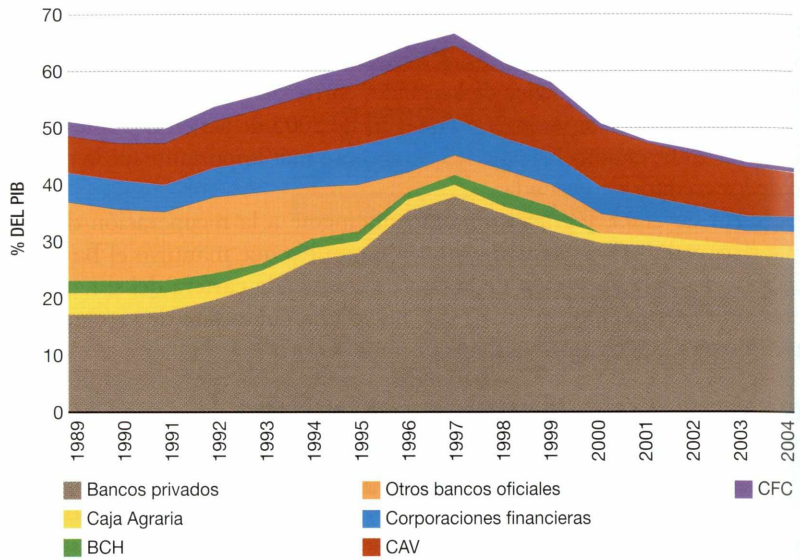
3. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

Los cambios generados en la estructura del sector financiero durante este periodo, como resultado de las reformas institucionales así también de la crisis de fin de siglo, fueron profundos, y su velocidad mucho más rápida que las transformaciones que tuvieron lugar durante la era de fuerte intervención estatal en el sector financiero. Las tres principales fueron el papel creciente de los bancos privados, la participación decreciente de la banca oficial de primer piso pero con el mantenimiento de un papel importante para la banca de desarrollo de segundo piso, y la acentuada concentración del sector.

El primer cambio reivindicó el papel histórico que había tenido la banca privada desde los orígenes del sistema crediticio del país. Aunque estos bancos experimentaron un proceso de expansión y contracción, como todas las otras entidades, su expansión neta entre 1990 y 2003 fue sustancial: diez puntos porcentuales del PIB (Gráfico III.10, pág. 138). La explicación básica es la capacidad que tuvieron de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades. Más aún, con el fin de la 'colombianización de la banca', la banca extranjera comenzó a tener de nuevo un papel importante en el sector, especialmente por la entrada de dos grandes bancos españoles: el BBVA y el Santander; este último se retiraría del país años más tarde.

36 Fogafín estima los costos como % del PIB de 1999; aquí se ajusta a un % del PIB de 2005, para que los cálculos sean similares a los del Cuadro III.2. Una estimación suministrado al autor por Fogafín con base en datos más recientes, daría una suma de 1,7% del PIB de 2013 o 2,5% del PIB de 2005, neto de las recuperaciones del Fondo.

GRÁFICO III. 10 | Profundización financiera, por tipo de entidad



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

Las únicas otras entidades que se expandieron en términos netos fueron las CAV, pero muchas estaban todavía en crisis al final del periodo o en proceso de absorción por parte de los bancos. Todas las otras agrupaciones que hemos analizado en el capítulo anterior tuvieron una contracción relativa, en parte porque sus funciones fueron asumidas por bancos, o porque simple y llanamente desaparecieron (véase más adelante).

La contracción más acentuada fue, sin embargo, la que experimentó la banca oficial, como resultado tanto del proceso de privatización como del lento crecimiento, y luego de la crisis de algunas de las entidades oficiales históricas. Los bancos Ganadero y Popular fueron privatizados en 1992 y 1996, respectivamente, y durante los años de auge se vendió también el grueso de las entidades oficializadas durante la crisis de los ochenta. Además, y en contra de la tendencia general del sector, tanto la Caja Agraria como el BCH se contrajeron en relación con el PIB durante el auge. Así, en 1997, la banca oficial apenas representaba el 16% del banca versus más de la mitad en 1990; como proporción del PIB, se redujo del

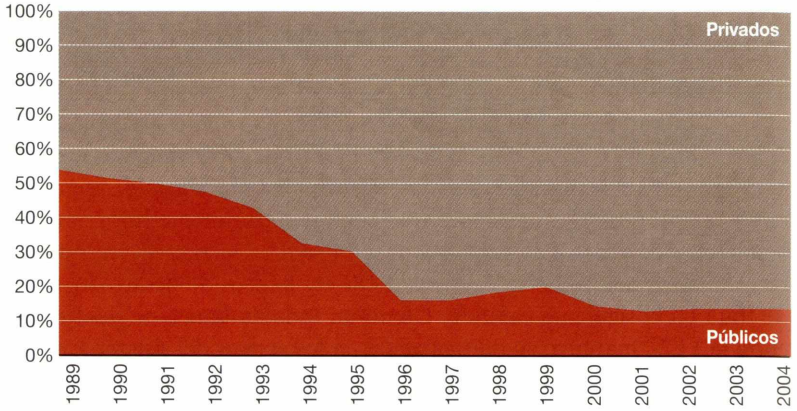
18,2 al 7,1%. Durante la crisis de fin de siglo la Caja Agraria fue transformada en Banco Agrario y el BCH fue liquidado. El Banco Cafetero absorbió en 1998 a su corporación de ahorro y vivienda, Concasa. Para el final de nuestro periodo de análisis, y pese a las oficializaciones realizadas durante la crisis (la más grande de ellas, Granahorrar), la banca oficial representaba el 13% de la banca y el 4,4% del PIB (Gráfico III.11, pág. 140).

La presencia del sector público siguió siendo importante a través de los bancos de desarrollo. La excepción fue la FEN, que entró en proceso de franco marchitamiento, asociado a la gradual privatización del sector eléctrico, al cual había destinado el grueso de sus recursos. Por otra parte, Bancóldex absorbió el IFI en 2003, por lo cual los activos que se registran a partir de dicho año, como de la primera de estas entidades, en realidad corresponden a ambas. Esta decisión es muy controversial, porque se juntaron dos tradiciones así como objetivos enteramente diferentes, a las cuales se agregaron otros, como la prioridad creciente otorgada a las microfinanzas dentro de las actividades de los bancos de desarrollo, un tema que se trata en el siguiente capítulo. Como un todo, la banca de desarrollo, excluyendo la FEN, mantuvo su participación en los activos del sistema y aumentó ligeramente su participación en el PIB durante los años de auge, pero retrocedió durante la crisis (Cuadro III.3, pág. 141). Esto indica que, aunque siguió siendo importante, la banca dejó de jugar el papel esencial en el crecimiento de la cartera del sector, aunque siguió siendo muy importante para los sectores agropecuario y exportador. Tampoco jugó, excepto durante 1999, el rol anticíclico que muchos analistas contemporáneos otorgan a la banca de desarrollo.

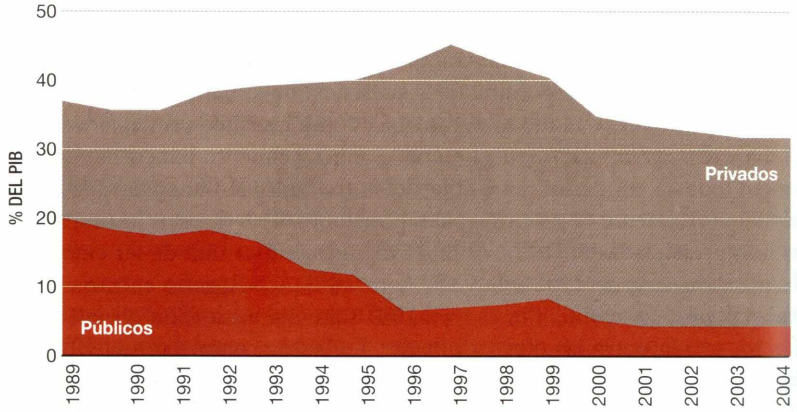
Los cambios mencionados en la importancia de la banca privada, incluyendo la extranjera, así como la pérdida de la presencia de la banca pública, son particularmente evidentes cuando se miran cuáles eran las cinco principales entidades del sector. En 1990, eran bancos públicos, incluyendo el Banco de Colombia, entonces todavía en manos del Gobierno; entre tanto, el Banco de Bogotá había salido temporalmente de las principales posiciones. Tres de estas instituciones habían sido privatizadas en 1997, el BCH dejó de ocupar una de las cinco principales posiciones desde 1992 y la Caja Agraria/Banco Agrario entraría y saldría de la lista constantemente. Por eso, en 1997 solo una institución oficial, el Banco Cafetero, seguía entre las cinco primeras. Las otras cuatro eran el BBVA, que había adquirido el Banco Ganadero; el Banco de Colombia, ahora nuevamente privado; el Banco de Bogotá, y uno que ascendió al grupo de líderes a partir de una CAV: Davivienda. En 2003, esta última había pasado a ocupar el sexto lugar, siendo relegada temporalmente por el Banco Agrario.

GRÁFICO III. 11 | Composición del sistema bancario por activos (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

CUADRO III. 3 | Activos de los bancos de desarrollo

	COMO % DEL PIB						SUBTOTAL COMO % DE ACTIVOS DEL SISTEMA
	FINAGRO	BANCOLDEX	IFI	FINDETER	SUBTOTAL	FEN	
1990			0,84	0,07		3,13	
1991	1,40		0,64	0,42		4,35	
1992	1,38	1,53	0,79	0,42	4,12	3,82	7,67
1993	1,23	1,64	0,99	0,41	4,26	3,10	7,62
1994	1,33	1,84	1,12	0,44	4,72	2,55	7,71
1995	1,47	1,88	1,35	0,45	5,14	2,35	8,08
1996	1,35	1,67	1,44	0,44	4,90	2,30	7,31
1997	1,22	1,56	1,56	0,41	4,75	1,99	6,90
1998	1,27	1,56	1,45	0,44	4,72	1,95	7,48
1999	1,26	1,84	1,58	0,48	5,16	1,92	8,75
2000	1,03	1,21	1,45	0,45	4,14	1,55	8,03
2001	0,87	1,21	1,10	0,41	3,59	1,25	7,34
2002	0,90	1,26	0,74	0,37	3,27	1,18	6,95
2003	0,87	1,59		0,47	2,93	0,84	6,52
2004	0,84	1,35		0,58	2,78	0,66	6,21

FUENTE: CÁLCULOS PROPIOS CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

Este proceso estuvo acompañado por un cambio radical en las tendencias de la concentración, que quebraron medio siglo de reducción de los coeficientes correspondientes. Siguiendo la tendencia precedente y los efectos iniciales de las reformas, que se reflejaron en la creación de nuevas entidades, la concentración siguió disminuyendo durante el auge, tanto si se mide a través del índice de Herfindahl como, especialmente, de la concentración de activos en las cinco entidades más grandes. A partir de 1998 se inició la tendencia opuesta, y de forma extremadamente rápida, de tal forma que en 2003 los índices de concentración ya superaban los niveles iniciales del periodo que estamos analizando (Gráfico III.12, pág. 143). La crisis de fin de siglo fue, por lo tanto, una detonadora de una fuerte concentración en el sector financiero y el fin de la era de baja concentración en el sector, tan elogiada todavía a mediados de los noventa por Fernández (1994, cap. 7). El único precedente había sido la concentración que tuvo lugar durante la segunda mitad de los años veinte, aunque entonces durante un periodo de auge y como resultado de la incapacidad de varios bancos pequeños de cumplir los requisitos de capital que se habían impuesto con la legislación de 1923, así como del rápido

crecimiento del Banco Agrícola Hipotecario, gracias a su fluido acceso a los mercados internacionales de capitales (González y García, 2002, cap. I).

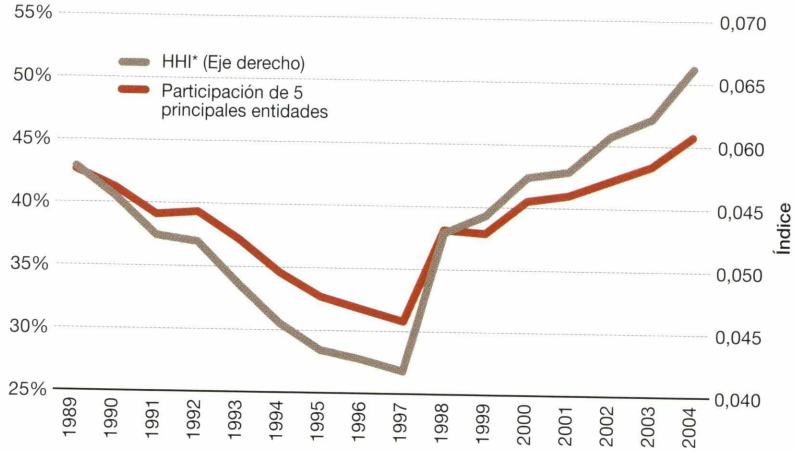
Este proceso coincidió, además, con una acelerada destrucción de entidades crediticias (algunas de ellas absorbidas por las entidades en expansión), un proceso que se inició a finales del auge pero se aceleró dramáticamente durante la crisis. De acuerdo con Fogafín (2015b), el número de establecimientos de crédito se redujo de 147 en 1996 a 108 dos años más tarde, 60 en 2003 y 47 en 2005, es decir, la tercera parte de las que existían menos de una década antes. La contabilidad de Anif (2006, cuadro II.1) indica que de 158 entidades existentes en 1995 quedaban solo 56 en 2005[37]. Para entonces habían desaparecido virtualmente dos del tipo de entidades especializadas creadas durante la época del intervencionismo estatal, en gran medida como resultado de la consolidación de la multibanca. En efecto, solo quedaba una CAV (banco hipotecario) y dos corporaciones financieras. Pero además se habían reducido de 74 a 25 las compañías de financiamiento comercial, incluidas las de *leasing*, que habían sido creadas después de las reformas de comienzos de los noventa.

El proceso de concentración hizo parte de otro: la aparición de los conglomerados financieros. Aunque en las décadas anteriores ya habían surgido grupos financieros, fueron las leyes 45 de 1991 y 35 de 1993 las que abrieron definitivamente la posibilidad de crear este tipo de organizaciones. La más destacada fue la conformación del Grupo Aval, a partir de entidades tanto privadas (Banco de Bogotá, de Occidente, Las Villas y Ahorramás) como públicas (Bancos del Comercio y Popular, el primero de ellos oficializado durante los ochenta). También cabe destacar la absorción del Banco de Colombia por el Banco Industrial Colombiano en 1998, dando origen a Bancolombia, que ha sido desde entonces el banco de mayor tamaño, aunque más pequeño que el Grupo Aval, cuya estructura es de instituciones múltiples. Los otros dos procesos de este tipo son la formación del Grupo Bolívar a partir de Davivienda y el Banco Superior, y la consolidación del Grupo Colpatria a partir de la fusión de las entidades de ese grupo y de Corpavi, privatizada en 1994. Entre las entidades oficiales, la más importante es la ya mencionada absorción de Concasa por el Banco Cafetero. Como la formación de conglomerados siguió tomando vuelo en la última década, volveremos sobre este tema en el capítulo final de este libro.

¿En qué medida se reflejaron estas tendencias, así como los cambios regulatorios en los márgenes de intermediación financiera? La evidencia para los años de

37 Por comparabilidad, excluimos las AFP y las fiduciarias, que hacen parte del número de entidades estimadas por Anif.

GRÁFICO III. 12 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

auge es ambivalente, ya que los dos indicadores disponibles sobre dichos márgenes evolucionaron en el sentido opuesto (Gráfico III.7, pág. 128). De esta manera, la reducción de la represión financiera (o carga regulatoria) no tuvo efecto de corto plazo, como lo reflejan por lo demás estudios contemporáneos (Barajas, Steiner y Salazar, 1998), que indican que el margen de intermediación promedio en 1992 - 1996 fue muy similar al de 1974 - 1999 (el de 1996 un poco inferior, pero no más bajo que el de algunos años del periodo anterior). El margen sí se redujo nítidamente durante los años de la crisis, pese al nuevo aumento en la represión financiera (Salazar, 2005a, 2005b). De acuerdo con los determinantes mencionados en el capítulo anterior, la mezcla de la reducción neta acumulada en la represión, y también la baja de la tasa de inflación y de los costos laborales, ayudan a explicar este desarrollo. Lo mismo es cierto de las pérdidas de cartera, que explican una parte de la caída del índice, medido como ingresos financieros netos de las entidades de acuerdo con sus estados de pérdidas y ganancias. La mayor concentración del sector, característica de estos años, no actúo en el sentido opuesto, quizás porque también ayudó a reducir los costos no financieros, o porque generó una nueva forma de competencia (oligopolística o monopolística).

Desafortunadamente, no es posible hacer un análisis similar al de los capítulos anteriores sobre la estructura de plazos de la cartera del sistema. Este es un tema importante, dada la importancia que la política de crédito de fomento había otorgado a este resultado, y sobre él volveré en el capítulo final.

En torno a la evolución de la calidad y rentabilidad de la cartera de los establecimientos de créditos, conviene resaltar que estuvo afectada, como es obvio, por las fuertes coyunturas que caracterizaron este periodo, en particular la gran euforia de 1992 - 1995 y la crisis que se desencadenó en 1998. El indicador de calidad de la cartera comenzó a empeorar levemente a mediados de los años noventa, y tuvo un fuerte deterioro en 1998 y 1999, llegando a niveles cercanos al 14% en el año más crítico de la crisis (Gráfico III.13, pág. 145). Aunque este nivel fue superior al alcanzado en el pico de la crisis previa, en 1985 (Gráfico II.11, pág. 100), es posible que esto tan solo refleje las normas más rigurosas de control de la calidad de la cartera vigentes desde finales de los ochenta. Con las intervenciones del Gobierno Nacional, este indicador empezó a presentar una recuperación desde los primeros años del nuevo siglo, hasta llegar a los niveles saludables del 2004, de hecho mejores que todos los registros de los años noventa.

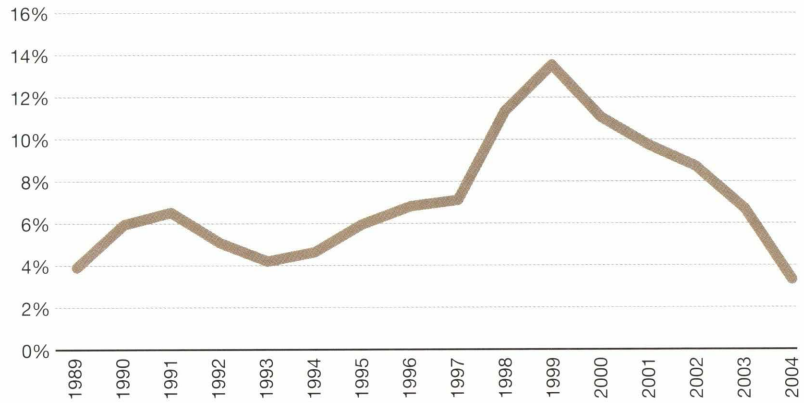
Como era de esperarse, este comportamiento se reflejó en los rendimientos del sistema, que mostró igualmente un fuerte deterioro en 1998 y 1998, llegando a tasas negativas de -3,5% sobre activos y -30% sobre patrimonio en el punto más álgido de la crisis. La recuperación fue de nuevo vigorosa, tornándose una vez más positiva en 2001 y alcanzando en 2004 niveles superiores a los de los años noventa.

* * * * *

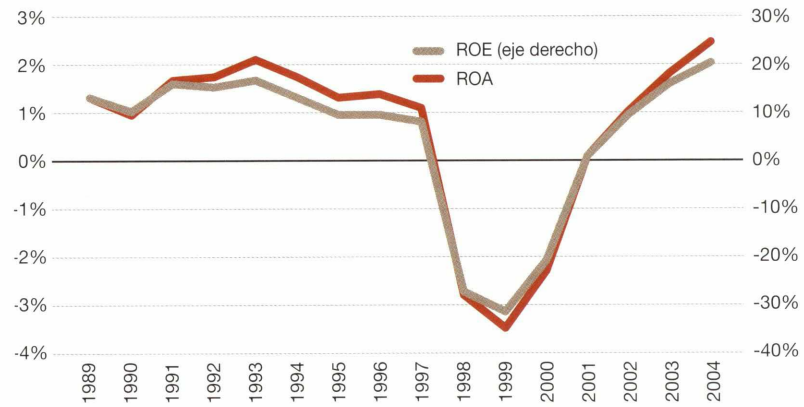
En suma, tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano presentó virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras que en los años posteriores a la liberalización se presentó una euforia sin precedentes, a finales hubo una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino de los rendimientos y la calidad de los créditos otorgados. El sector experimentó, además, cambios estructurales profundos y acelerados, en particular el retorno del protagonismo de la banca privada; un acelerado proceso de privatización matizado por la permanencia de bancos de desarrollo, organizados de forma independiente al banco emisor, y un proceso de concentración que rompió medio siglo de tendencia a la desconcentra-

GRÁFICO III. 13 | **Principales variables de la cartera de los establecimientos de créditos**

A. Calidad de cartera (Cartera vencida/Cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

ción de la actividad crediticia, y que estuvo acompañado, especialmente durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración tuvo como eje la formación de conglomerados financieros, cuyo papel se profundizó durante el periodo más reciente de la historia financiera del país, al cual se dedica el último capítulo de este libro.

CAPÍTULO IV

LA GRAN EXPANSIÓN DE LA BANCA PRIVADA, 2004 -2014

Los once años posteriores a la crisis de fin del siglo constituyen la fase más exitosa de la banca privada colombiana. Algunos fueron parte de recuperación del terreno perdido durante la crisis, aunque también los niveles de profundización financiera aumentaron y lo siguieron haciendo en la posterioridad. Este proceso coincidió además con otros desarrollos importantes: el crecimiento de los principales grupos financieros en otros países latinoamericanos; una oferta creciente de deuda de largo plazo; el desarrollo de nuevos mecanismos de inclusión financiera; el crecimiento de fondos de pensiones y de inversión (un tema que no se analiza aquí), y una profundización del mercado accionario, que había sido esquivo en los años noventa y había entrado en un cierto retroceso desde los años setenta o incluso desde antes. Esta expansión coincidió, como en el pasado, con un nuevo auge de financiamiento externo, bajo condiciones en las cuales Colombia ha estado en el grupo de economías latinoamericanas con acceso favorable al mercado internacional de capitales. El financiamiento externo se interrumpió temporalmente durante la crisis del Atlántico Norte, pero se renovó rápidamente, aunque desde 2013 comenzó a mostrar dificultades durante algunas coyunturas críticas, sin que haya hasta ahora ninguna señal de una interrupción súbita del financiamiento externo. Además, desde el punto de vista macroeconómico, ocurrió con una recuperación del crecimiento económico, la estabilización de la inflación en niveles bajos y el abandono de la política monetaria procíclica que caracterizó varias coyunturas de los años noventa.

No todo ha representado, sin embargo, una edad de oro del desarrollo financiero. La crisis de financiación de vivienda no ha sido plenamente superada y los problemas de acceso al financiamiento de amplios sectores siguen siendo considerables. La altísima concentración del sector es un obvio elemento de preocupación y los márgenes de intermediación siguen siendo altos. Hay nuevos retos en materia de regulación, entre ellos los que representan la alta concentración y la inversión en el exterior de los principales grupos financieros. En materia macroeconómica, los desarrollos de la última década han dejado nuevamente un importante déficit en cuenta corriente, generados como en el pasado por una fuerte revaluación real del tipo de cambio. La depreciación más reciente de esta variable, aunque ayuda a corregir este problema, genera dificultades para los agentes privados, que aumentaron considerablemente su endeudamiento externo, especialmente durante el último lustro. Como en los años noventa, no hay espacio para una política fiscal anticíclica, por lo cual la moderación de los ciclos descansa excesivamente sobre la política monetaria. Subsisten, además, elementos de incertidumbre en el contexto mundial (notablemente una eventual moratoria griega y, aún más, la posibilidad de que ese país se vea obligado a abandonar el euro) que pueden dar lugar, como en el pasado, a una interrupción súbita de los flujos de capital.

Como en los capítulos anteriores, la primera sección analiza los eventos macroeconómicos de esta década. La segunda repasa la evolución institucional, que en realidad tiene más elementos de continuidad que de discontinuidad durante este periodo, aunque también enfrenta los nuevos retos mencionados. La última revisa los desarrollos del sector en términos de profundización, estructura y evolución de la cartera.

1. LOS DESARROLLOS MACROECONÓMICOS

Tal como vimos en el capítulo anterior, la flexibilización del tipo de cambio en 1999 permitió al Banco de la República adoptar una política monetaria anticíclica que, en conjunto con las medidas de saneamiento del sector y de alivio a los deudores hipotecarios, revirtió el fuerte deterioro que había experimentado la actividad productiva en 1998 - 1999. Esta recuperación fue sucedida a partir de 2004 por una fase de expansión que, con una corta interrupción durante 2009, duraría hasta 2014. Esta expansión estuvo apoyada por condiciones externas excepcionalmente favorables. En particular, en 2004 se inició con una breve interrupción durante el momento más crítico de la crisis del Atlántico Norte (los que sucedieron a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008), el auge de términos de intercambio más espectacular de la historia de Colombia, ya que superó en duración e intensidad todas las bonanzas cafeteras del siglo XX (Ocampo, 2015c). Ello coincidió, además, con la normalización, después de un cuarto de siglo, de las condiciones de acceso de América Latina al financiamiento externo, especialmente el retorno a costos de financiamiento similares a los del segundo lustro de los años setenta del siglo pasado (Bértola y Ocampo, 2013, págs. 250-251). Este acceso excepcional estuvo también interrumpido temporalmente por la crisis del Atlántico Norte, pero se renovó con fuerza de forma relativamente rápida desde finales de 2009. Por otra parte, con excepción de los años 2010 y 2014, los altos niveles de inversión extranjera directa neta han permitido cubrir los déficits en cuenta corriente que el país ha experimentado durante toda la década.

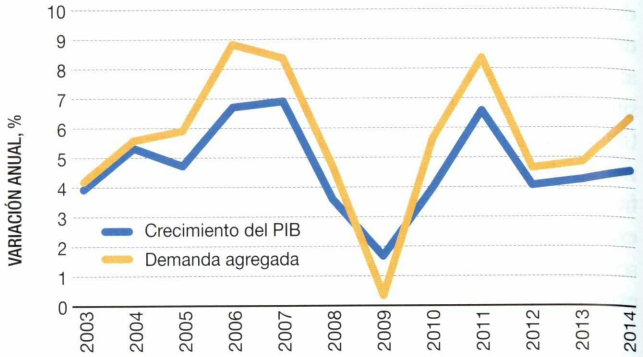
En términos de comportamiento macroeconómico, el periodo se caracterizó por un ciclo que terminó en 2009 y un segundo cuya fase descendente se inició a finales del 2014, del cual ignoramos todavía su duración e intensidad. Para el conjunto del periodo, el crecimiento fue del 4,8%, un ritmo superior al del periodo 1991 - 1997 (4,3%) pero inferior a los que se habían alcanzado antes de 1980[38]. Durante la fase de expansión del primero de estos ciclos, el auge se apoyó también en un crecimiento rápido de las exportaciones a Venezuela, del comercio mundial y de las remesas de los colombianos residentes en el exterior. Estas condiciones favorables desaparecieron durante la segunda fase de expansión y, al lado de otros factores que mencionaré, ayudan a explicar por qué esa fase tuvo un crecimiento menos rápido que la de la primera (4,8% en 2009 - 2014 vs. 5,4% en 2003 - 2008).

El primer ciclo se inició con una rápida recuperación de la demanda agregada, tanto pública como privada, y tanto de inversión como de consumo, apoyada igualmente en una fuerte expansión de la liquidez y crédito (Gráfico IV.1, pág. 150). El crecimiento de la demanda llegó en 2006 a ritmos cercanos al 9%, rápido pero algo más moderado que es de la coyuntura expansiva de los años noventa. Hasta 2005 coincidió, además, con la tendencia descendente de la inflación que se había iniciado durante la crisis del fin de siglo, y alcanzó niveles (4,5% anual) que el país prácticamente no había conocido después de la Segunda Guerra Mundial (solo en 1952 y 1955 se habían conocido registros más bajos). Como reflejo del fuerte cre-

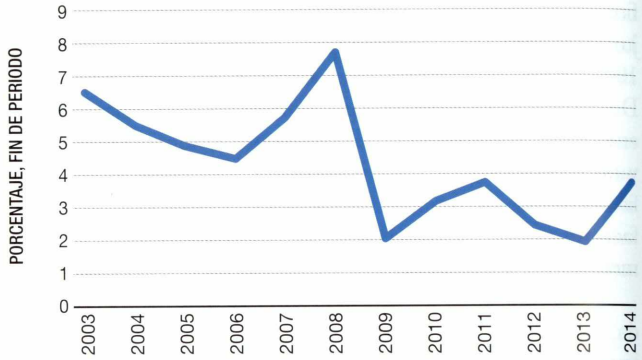
38 Dada la fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento de la población, las cifras recientes son muy positivas si se expresan en términos per cápita. Sin embargo, para comparaciones con los registros de décadas anteriores, prefiero las cifras de crecimiento del PIB total, ya que el crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido similar en épocas recientes en contraste con las del pasado. Por eso, si bien el PIB per cápita se comporta relativamente mejor en épocas recientes, eso no es cierto en el PIB *por trabajador* (que puede considerarse, por lo demás, como una medida burda de productividad).

GRÁFICO IV. 1 | Principales variables macroeconómicas

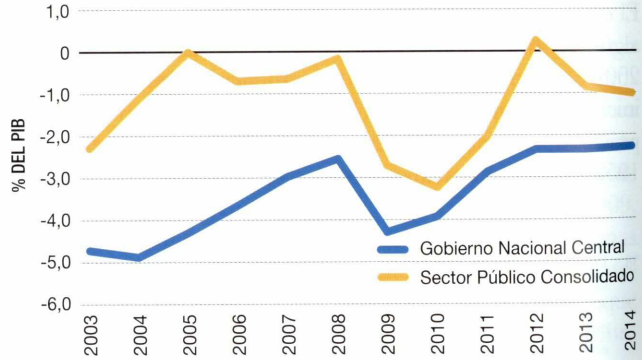
A. Tasa de crecimiento del PIB y de la demanda agregada (precios de 2005)



B. Tasa de inflación anual



C. Superávit (+) o déficit (-) del Gobierno Central y el sector público como % del PIB



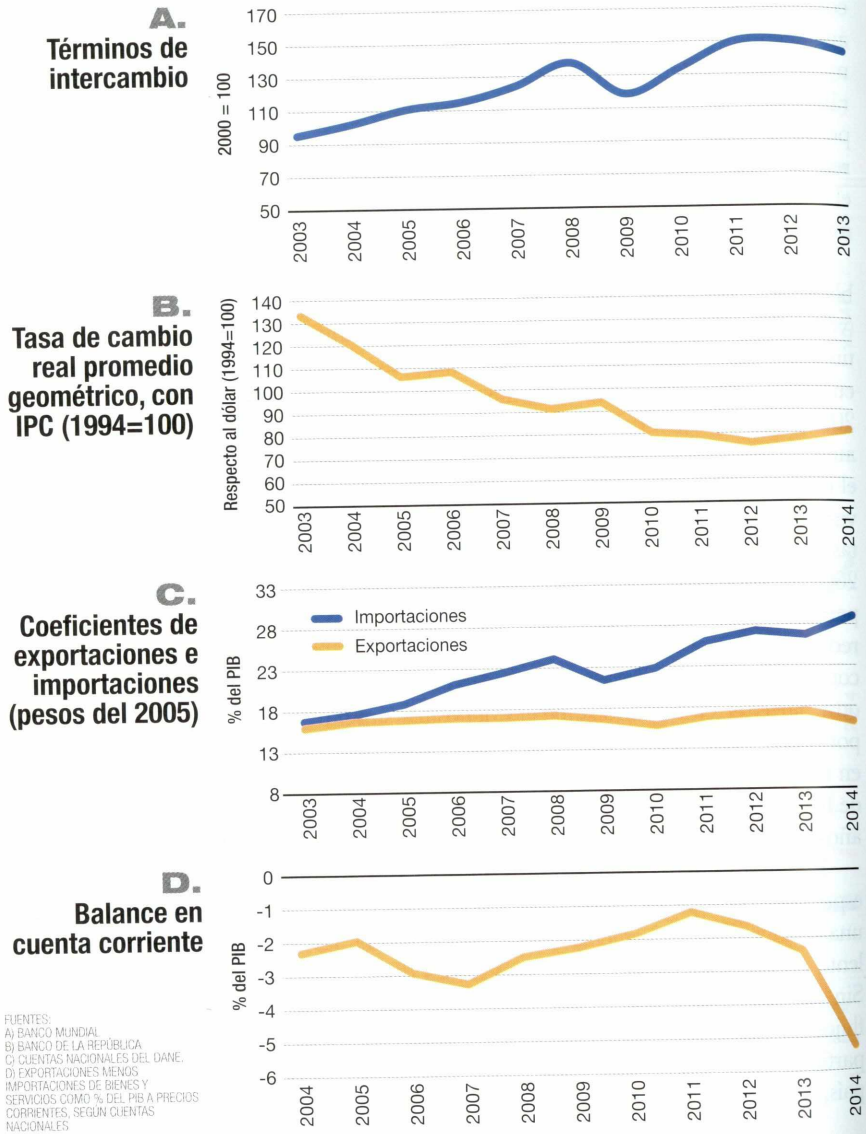
FUENTES:
A) DANE
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) MINISTERIO DE HACIENDA

cimiento de la demanda, el PIB creció en 2006 y continuaría haciéndolo en 2007 a ritmos de 6,7 y 6,9%, respectivamente, superiores a los del mejor momento de la coyuntura económica de los noventa, y solo comparables a los alcanzados durante el auge económico de 1967 - 1974 y al año pico de la bonanza cafetera de la segunda mitad de los setenta (1978). En materia fiscal, aunque el gasto público se expandió rápidamente, los ingresos del Gobierno aumentaron aún más rápido y se redujo, por lo tanto, el déficit público. Como en las coyunturas anteriores, la tasa de cambio real se revaluó y la cuenta corriente experimentó un deterioro, esencialmente por el auge pronunciado de la demanda de importaciones, alimentada en parte por la inversión, especialmente en el sector minero energético (Gráfico IV.2, pág. 152).

Ante el fuerte crecimiento de la demanda, la respuesta del Banco de la República fue adoptar una política de enfriamiento desde el segundo trimestre de 2006 (véase el gráfico IV.3, pág. 154), de forma mucho más temprana que otros países latinoamericanos. Estos últimos, en general, solo comenzaron a adoptar dicha política cuando la inflación mundial de alimentos se elevó en 2008 (Ocampo y Malagón, 2015). La respuesta del Banco Central fue también más temprana que durante el auge de los años noventa. La política de enfriamiento de la demanda incluyó tanto el incremento de la tasa de interés como el aumento en los encajes bancarios. A su vez, para frenar la revaluación, que obviamente se acentuó con la elevación de las tasas de interés, el Banco acumuló reservas internacionales a un ritmo fuerte en 2007 así como restableció el encaje al endeudamiento externo. A este lo había suspendido durante la crisis de fin de siglo y lo elevó aún más el año siguiente, antes de reducirlo nuevamente cuando se redujo la disponibilidad de financiamiento externo como resultado de la crisis del Atlántico Norte (Zárate, Cobo y Gómez, 2012). Por otra parte, el Gobierno estableció depósitos similares a la inversión extranjera de portafolio y plazos mínimos para su permanencia en el país. Es importante resaltar, en todo caso, que el endeudamiento externo se mantuvo en niveles moderados y, de hecho, la deuda externa neta de reservas internacionales se redujo durante estos años (Cuadro IV.1, pág. 156).

La crisis del Atlántico Norte frenó esta fase de expansión a lo largo de 2008, especialmente desde el último trimestre de dicho año, lo que dio como resultado una paralización del crecimiento de la demanda agregada y un crecimiento muy lento en 2009, acompañado de una nueva disminución de los ritmos de inflación. Sin embargo, la rápida recuperación de los precios de productos básicos y de los flujos de capital hacia economías emergentes permitió una recuperación rápida a partir del último trimestre de 2009. La mejoría en los términos de intercambio del país, que generó el primero de estos procesos, fue posible por la política anticíclica

GRÁFICO IV. 2 | Principales variables del sector externo



FUENTES:
A) BANCO MUNDIAL
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CUENTAS NACIONALES DEL DANE.
D) EXPORTACIONES MENOS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES, SEGÚN CUENTAS NACIONALES

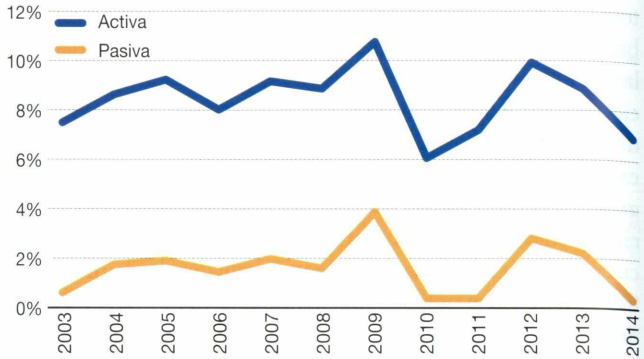
y la rápida recuperación de la economía china. A su vez, el auge de financiamiento externo fue inducido por la política monetaria fuertemente expansiva adoptada por todos los países desarrollados a partir del colapso de Lehman Brothers, en septiembre de 2008 (pero que se había iniciado de forma gradual desde antes), así como por las condiciones relativamente sólidas de las economías emergentes que, con excepción de algunas de Europa Central y Oriental, no experimentaron crisis financieras durante estos años. En el caso de América Latina, los niveles de endeudamiento externo neto habían disminuido de manera notoria durante el auge de 2003 - 2008, generando una confianza en los mercados financieros que la región no había conocido desde los años setenta. Colombia lideró de nuevo las medidas monetarias anticíclicas, reduciendo las tasas de intervención desde diciembre de 2008. En materia fiscal intentó una política anticíclica, pero tuvo que revertirla rápidamente debido al deterioro de las cuentas fiscales que se produjo en 2009.

La rápida mejoría de los términos de intercambio y el abundante financiamiento externo dieron lugar al segundo ciclo expansivo, cuyas características fueron algo diferentes a las de la anterior. Desde el punto de vista externo, ya no contó, como vimos, con otras condiciones externas favorables y, es particular, con un aumento de las exportaciones a Venezuela; por el contrario, estas exportaciones colapsaron en 2009 - 2010 debido a los enfrentamientos políticos entre los dos países y su recuperación posterior fue débil antes de iniciarse una nueva caída, asociada a los problemas que ha enfrentado la economía del vecino país en años recientes. Por otra parte, desde el punto de vista interno, la recuperación de la demanda fue inicialmente fuerte pero comenzó a dar muestras de flaqueza a mediados de 2012. El Gobierno Nacional lanzó, por lo tanto, el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (Pipe) en abril de 2013, algunas de cuyas medidas operaron a través del sector financiero, en especial el subsidio a las tasas de interés para viviendas nuevas de clase media y el aumento de los créditos de Bancóldex al sector industrial. El Banco de la República redujo, además, sus tasas de interés de intervención durante el segundo semestre de 2012 y el primer trimestre de 2013, revirtiendo las alzas moderadas que se habían adoptado durante 2011 y comienzos de 2012, y que habían revertido muy parcialmente la política monetaria expansiva que había adoptado durante la fase más aguda de la crisis del Atlántico Norte (Gráfico IV.3, pág. 154). Esto fue posible, además, por el mantenimiento de los ritmos de inflación en niveles muy moderados para los patrones históricos. Las medidas del gobierno y el Banco fueron efectivas en generar una reactivación de la demanda, pero solo en forma parcial del PIB (Gráfico IV.1, pág. 150).

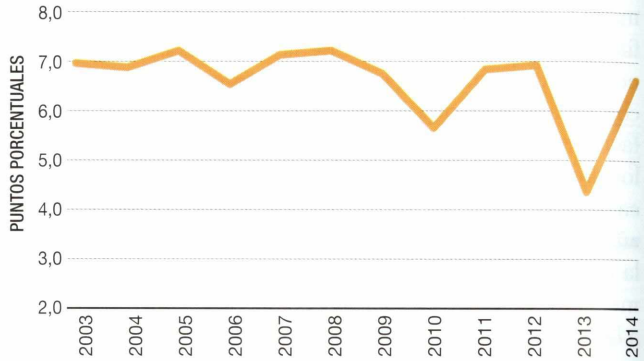
Las principales diferencias con el auge anterior se generaron, sin embargo, en

GRÁFICO IV. 3 | Tasas de interés

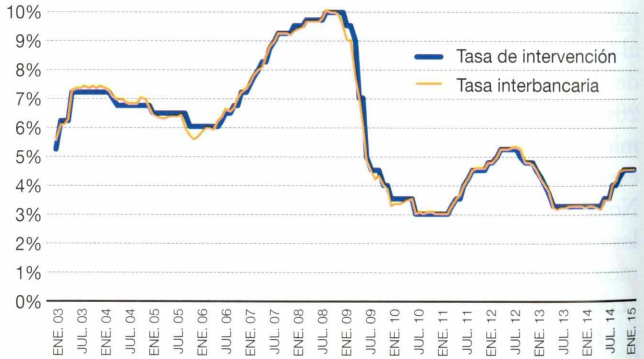
A. Tasas de interés reales anuales, 2004 - 2014



B. Márgenes de intermediación



C. Tasas de interés mensuales, 2004 - 2014



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN BANCO DE LA REPÚBLICA

TASA DE INTERÉS:
ACTIVA: SE UTILIZÓ LA TASA ACTIVA TOTAL SISTEMA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

PASIVA: TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL DE CDT A 90 DÍAS PARA BANCOS Y CORPORACIONES

el frente externo. La más notoria ha sido la explosión del endeudamiento externo, tanto privado como público, especialmente el primero. Además, este último ha tenido un componente excesivamente alto de pasivos de corto plazo: en 2014, el 49% de la deuda externa privada era de corto plazo versus solo el 17% en el pico de la deuda externa, alcanzado en 1998 (Cuadros III.1, pág. 110 y IV.1, pág. 156). La contrapartida positiva de esta tendencia ha sido el gran acceso del país a los mercados internacionales de capitales, tal como se señala más adelante, pero involucra el mayor riesgo de salida de capitales si se presenta una interrupción súbita del financiamiento externo. Como en coyunturas anteriores, la deuda externa privada alimentó el auge financiero interno; sin embargo, debido a la fuerte depreciación del peso que se ha producido desde finales de 2014, también presionará adversamente la demanda agregada, a través del deterioro en los balances del sector privado. La acumulación de reservas internacionales se acentuó, aunque de manera más moderada que en otros países latinoamericanos (Ocampo y Malagón, 2015). Además, en contraste con las coyunturas de abundancia de capitales de los años noventa y 2007, ni el Banco de la República ni el Gobierno adoptaron medidas para moderar el aumento del endeudamiento externo.

Por otra parte, la revaluación se acentuó a partir de 2010, generando de hecho una de las sobrevaluaciones más agudas de América Latina en años recientes. La cuenta corriente arrojó déficits persistentes, pese al espectacular auge en los términos de intercambio, y finalizó produciendo en 2014 (y lo hará aún más en 2015) los déficits más altos desde los alcanzados en 1993 - 1998. La contrapartida ha sido una elevación persistente del coeficiente de importaciones con un estancamiento en el de exportaciones, que se acumuló por una década (Gráfico IV.2, pág. 152). El aumento de las importaciones ha golpeado significativamente a los sectores productores de bienes transables y, especialmente, ha agudizado el proceso de desindustrialización que venía experimentado el país (Ocampo, 2015c). Ello se refleja en el fuerte deterioro del déficit comercial del sector industrial y en el hecho de que el valor agregado de la industria manufacturera era en 2014 solo 3% superior a los niveles de 2008. Algo similar, aunque no tan acentuado, ha sido cierto en el sector agropecuario. El crecimiento económico descansó, por lo tanto, sobre la minería, la construcción y los servicios, incluyendo en este último caso los financieros, un patrón que bien puede caracterizarse como un episodio de 'enfermedad holandesa'.

El fin del auge de precios de productos básicos, que se extendió al petróleo desde mediados de 2014, representa el reto coyuntural más importante que enfrenta la economía al final de este periodo de expansión. El fuerte deterioro de la balanza

CUADRO IV. 1 | **Deuda externa** (Millones de dólares)

	MONTO TOTAL									COMO PORCENTAJE DEL PIB				
	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INT/NALES. NETA	EXTERNA NETA	PRIVADA	PÚBLICA	DEUDA EXTERNA	RESERVAS INT/NALES. NETA	EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
2003	3.095	10.385	13.480	224	24.360	24.584	38.065	10.602	27.462	14,2	26,0	40,2	11,2	29,0
2004	4.332	9.331	13.662	391	25.444	25.835	39.497	13.216	26282	11,7	22,1	33,7	11,3	22,4
2005	4.956	9.361	14.317	399	23.790	24.189	38.507	14.625	23881	9,8	16,5	26,3	10,0	16,3
2006	4.321	9.483	13.803	254	26.045	26.299	40.103	15.104	24998	8,5	16,2	24,6	9,3	15,4
2007	4.449	11.285	15.734	695	28.124	28.819	44.553	20.601	23953	7,6	13,9	21,5	9,9	11,5
2008	5.064	11.857	16.921	552	28.895	29.447	46.369	23.660	22709	6,9	12,0	19,0	9,7	9,3
2009	3.605	12.985	16.590	339	36.790	37.129	53.719	24.983	28736	7,1	15,9	23,0	10,7	12,3
2010	6.917	18.275	25.192	995	38.551	39.546	64.738	28.066	36672	8,8	13,8	22,5	9,8	12,8
2011	9.429	23.705	33.135	825	41.609	42.434	75.568	31.909	43659	9,9	12,6	22,5	9,5	13,0
2012	9.668	23.000	32.669	665	45.400	46.065	78.734	36.991	41743	8,8	12,5	21,3	10,0	11,3
2013	11.526	28.330	39.856	515	51.602	52.117	91.973	43.152	48822	10,5	13,7	24,2	11,4	12,8
2014	13.634	27.934	41.567	703	58.961	59.664	101.231	46.841	54391	11,0	15,8	26,8	12,4	14,4

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA Y CÁLCULOS PROPIOS.

de pagos es el síntoma más directo de ello. Debido al escaso margen que ha contado desde los años noventa para adoptar una política fiscal anticíclica y a la también importante dependencia del Gobierno de los recursos mineroenergéticos, el Gobierno retornó en 2014 a una política de austeridad fiscal. Las incertidumbres que rodean la producción de petróleo del país pueden acentuar ambas tendencias. La política monetaria ha mantenido una posición esencialmente neutra, gracias a los bajos ritmos de inflación. Por su parte, la devaluación tendrá los efectos adversos ya mencionados sobre los balances privados, que tendrán efectos adversos de corto plazo sobre la demanda agregada, pero también facilitarán la recuperación de la industria y la agricultura, así como un aumento de exportaciones diferentes a las de productos mineroenergéticos. También puede terminar elevando los ritmos de inflación por encima de las metas del Banco de la República, generando en ese caso la presión para que la política monetaria se torne restrictiva en un momento en el cual debería tener el signo contrario.

El ajuste externo necesario requerirá, en cualquier caso, una reducción del ritmo de crecimiento económico. Hasta ahora, dicha disminución ha sido moderada para los patrones sudamericanos. Como lo enseña la historia económica de las últimas décadas, el punto decisivo será el continuado acceso al financiamiento

externo. De presentarse una interrupción súbita de dicho financiamiento, no solamente se generaría una desaceleración de la actividad productiva mucho más severa sino efectos fuertes sobre el sector financiero. En este sentido, y como ya lo señalé, los fuertes aumentos en los niveles de endeudamiento externo privado, especialmente de corto, representan un fuerte elemento de la vulnerabilidad.

Hasta ahora, sin embargo, y aparte de coyunturas específicas, el acceso al financiamiento externo ha seguido siendo favorable. El gráfico IV.4 (pág. 158), muestra que Colombia compartió con el conjunto del mundo en desarrollo el descenso de márgenes de riesgo y costos de financiamiento en 2004 - 2007, y comenzó a tener condiciones más favorables que el promedio de América Latina y del promedio de las economías emergentes desde 2008, una situación que se hizo más notoria después de la crisis del Atlántico Norte. Esta situación estuvo sin duda reforzada por la recuperación, en 2011, de la calificación de grado de inversión que el país había perdido en 1999. Las presiones generadas por la crisis europea en 2011 y 2012 fueron casi imperceptibles. Mucho mayores fueron el impacto del anuncio por parte del Presidente de la Reserva Federal, en mayo de 2013, según el cual el banco central de Estados Unidos iba a comenzar a reducir gradualmente sus compras de activos, un efecto que de todas maneras se atenuó durante el primer semestre de 2014. La caída de los precios del petróleo y las dificultades que comenzó a enfrentar Rusia a finales de 2014 tuvieron además un impacto más limitado sobre los márgenes de riesgo de la deuda colombiana que sobre la de otras economías latinoamericanas o emergentes. Más aún, pese a todos estos choques, los costos del financiamiento externo de Colombia han permanecido en niveles significativamente más bajos que los ya reducidos que tenían antes de la crisis del Atlántico Norte.

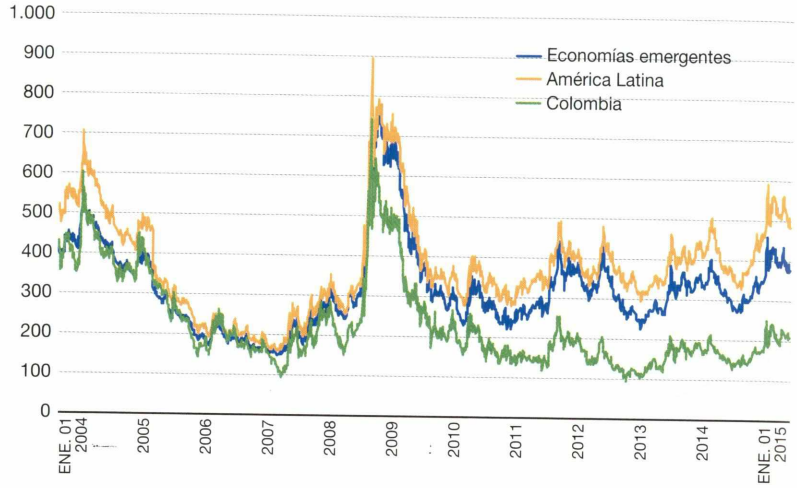
2. CAMBIOS INSTITUCIONALES

a. La consolidación de la regulación financiera

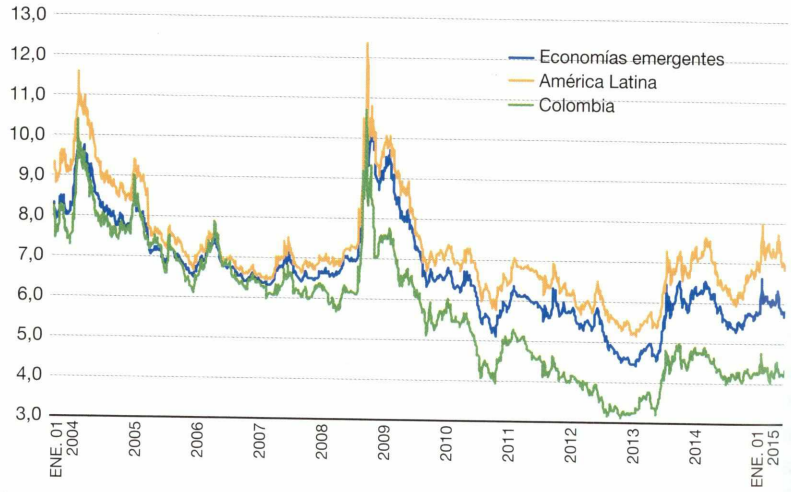
Según vimos en el capítulo anterior, ante la necesidad de recuperar la confianza de los ahorradores, en 2000 se creó la Red de Seguridad Financiera como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes (Ministerio de Hacienda, Banco de la República, Superintendencia Financiera, Fogafín y Fogacoop) para reducir la probabilidad de quiebra de las entidades financieras y, en caso de que esto ocurriera, evitar el contagio a las demás. La Ley 795 de 2003 avanzó aún más en esta dirección, fortaleciendo el andamiaje institucional, regulatorio y operativo, con el propósito de devolver definitivamente la confianza del público en el sector.

GRÁFICO IV. 4 | **Márgenes de riesgo y rendimiento de los bonos soberanos, 2003 - abril 2015**

A. Márgenes de riesgo (puntos base)



B. Rendimiento de los bonos (%)



FUENTE: JPMORGAN

En lo que respecta a la arquitectura institucional, esta Ley estableció formalmente el Comité de Coordinación para el Seguimiento al Sector Financiero, que se encarga de analizar de manera oportuna la información tanto microeconómica como macroeconómica del sector financiero y de garantizar su buen funcionamiento y control (Uribe, 2013). Entre sus funciones particulares se destacan: la adopción de medidas específicas para cada entidad, la divulgación de información relevante para el ejercicio de las funciones de las entidades que lo componen y la realización de los estudios técnicos necesarios para la expedición de normas de regulación de las entidades.

Adicionalmente, en lo atinente al tema de normatividad, se introdujeron nuevos instrumentos de intervención del Gobierno Nacional para regular los sistemas de pagos que no son competencia del Banco de la República, establecer normas para prevenir el lavado de activos y determinar las distintas modalidades de crédito cuyas tasas deben ser certificadas por la Superintendencia Bancaria. En esta misma línea, se decretaron reglas sobre conflictos de interés, conducta de los administradores y derechos de información de los usuarios. Particularmente, entre las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, se estableció que todo funcionario con acceso a información privilegiada tenía el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que diera lugar a conflictos de interés.

En materia regulatoria, esta Ley modificó, además, los montos mínimos de capital para constituir entidades sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, montos que se ajustarán anualmente de acuerdo con la variación del índice de precios al consumidor. Se autorizó a los establecimientos de crédito la realización de dos nuevos tipos de operaciones: la administración 'no fiduciaria' de cartera y operaciones de *leasing* habitacional. Así mismo, se concedió permiso a los establecimientos bancarios para celebrar contratos de administración de carteras que hayan sido objeto de toma de posesión para liquidación. Se reforzó el esquema de defensa del consumidor y las normas sobre transparencia de la información suministrada a los clientes (Arango, 2006).

Estas medidas estuvieron acompañadas, adicionalmente, por la modernización del marco regulatorio del mercado de valores, en particular de la expedición de la Ley 964 de 2005, que regula en particular las actividades de la Bolsa de Valores de Colombia, creada en 2001 a partir de la integración de las Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente. Así, se ajustó la regulación del manejo de recursos captados del público a través de dicho mercado y la supervisión del sistema de información que se debe suministrar, al tiempo que se mejoró la valoración del riesgo de los diferentes portafolios financieros y de activos. Además,

se creó el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. Para alinear los incentivos que enfrentan los agentes de este mercado con los de la sociedad, el Decreto 3767 de 2005, reglamentario de la Ley 964, determinó que al menos el 40% de los miembros de la Junta Directiva de las bolsas deben ser independientes.

Esta ley ordenó igualmente al gobierno regular las funciones del Defensor del Cliente para los miembros de las bolsas de valores y las administradoras de fondos de inversión. Esto se hizo con base en las disposiciones de la Organización Mundial de las Comisiones de Valores, dirigidas a reforzar la confianza del público. Aunado a lo anterior, se determinaron, por medio de los decretos 1565 y 3516 de 2006, todas las funciones de autorregulación del mercado de valores, buscando de esa forma mayor efectividad y control sobre los agentes que participan en dicho mercado.

A ello se agregó la unificación de las superintendencias Bancaria y de Valores, por medio el Decreto 4323 de 2005, dando lugar al surgimiento de la Superintendencia Financiera de Colombia. Dicha unificación respondía a la necesidad de consolidar una unidad regulatoria, clave para generar transparencia y fortaleza decisoria ante conductas de mercado poco transparentes o que vulneraran la integridad y la confianza en el sector (Rojas y González, 2008).

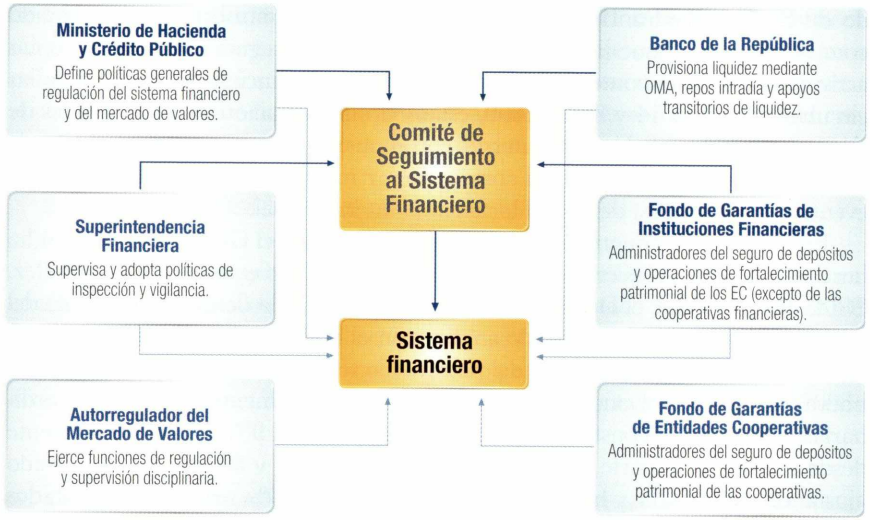
Lo anterior estuvo mancomunado con al menos dos innovaciones regulatorias que se introdujeron en el año 2008, las cuales robustecieron el marco regulatorio del mercado de valores. Por una parte, el Decreto 1796 creó una reglamentación, prácticamente inexistente en país, para hacer posibles las operaciones con derivados, con el propósito de fomentar la cobertura de las posiciones de los agentes del mercado. Por otra, el Decreto 1121 reglamentó todo lo referente a la actividad de intermediación, separando a los inversionistas de acuerdo con su capacidad de inversión y conocimiento cabal del mercado.

En suma, las reformas adoptadas en los primeros años de este nuevo siglo estuvieron direccionadas a restablecer la confianza de los ahorradores en el sistema financiero y evitar reincidir en coyunturas criticas como las que enfrentó el sector a finales del siglo XX. Paralelamente, se hizo una profunda modernización del mercado de valores, la cual incluyó el desarrollo de una infraestructura institucional y tecnológica apropiada, una supervisión unificada y un autorregulador del mercado de valores; a ello se agregó una titularizadora de crédito hipotecario y la puesta en marcha de una cámara central de riesgo de contraparte (Rojas y González, 2008).

En este contexto de reingeniería institucional, quedaron constituidas las funciones de cada uno de los actores involucrados en la Red de Seguridad del Sistema Financiero (Ver diagrama IV.1, pág. 161, tomado de Uribe, 2013). El Ministerio

de Hacienda de Crédito Público (MHCP) define las políticas generales para el sistema financiero, por medio de la adopción de las medidas prudenciales que deben regir el sistema, las de modernización del mercado de valores y aquellas relacionadas con inclusión financiera. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) supervisa las entidades a través de una diversidad de instrumentos para verificar el cumplimiento de la regulación e interviene las entidades en caso de incumplimientos. El Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) desempeña, por su parte, una labor complementaria a la del MHCP y la SFC en el mercado de valores, en la medida que expide normatividad, supervisa y tiene poder disciplinario. Adicionalmente, los fondos de garantías dan confianza en los depositantes mediante el sistema de seguro de depósitos, y contribuyen a fortalecer patrimonialmente a las entidades. Finalmente, el Banco de la República otorga liquidez a las entidades del sistema financiero, en cumplimiento de su función de prestamista de última instancia, y complementa con su labor técnica el análisis de los riesgos que enfrenta el sistema financiero.

Diagrama IV.1 | Actores de la red de seguridad del sistema financiero colombiano



FUENTE: URIBE (2013)

b. La respuesta a la crisis del Atlántico Norte

El fuerte impacto de la crisis del Atlántico Norte en los países desarrollados generó un activismo internacional en materia de regulación prudencial. Al frente de esta tarea ha estado la Junta de Estabilidad Financiera, creada por el Grupo de los 20 a partir del foro del mismo nombre, que había sido puesto en marcha después de la crisis asiática de finales del siglo XX. El deterioro del nivel y calidad del capital en importantes entidades crediticias internacionales mostró la importancia de generar un nuevo esquema de regulación prudencial, para evitar la acumulación de riesgos sistémicos y fortalecer la capacidad de las entidades para sortear los periodos de tensión. Las recomendaciones del Comité de Basilea en el periodo posterior a la crisis, que se vinieron a denominar Basilea III, se concentraron en el manejo de los riesgos inherentes a la actividad bancaria, en los requisitos de capital y liquidez, y en la calidad del primero, con atención especial a las entidades sistémicamente importantes (Asobancaria, 2014a).

Si bien frente a lo ocurrido a finales del siglo XX, el impacto de esta crisis fue mucho menos severo en Colombia, la gestión de riesgo de las instituciones financieras cobró particular relevancia en el debate público, ya que evidenció que la alta interdependencia entre los mercados puede desencadenar crisis sistémicas.

En lo que respecta al manejo de riesgo, la ronda previa de reformas del Acuerdo de Basilea (Basilea II) había hecho énfasis en el control interno, entendido como la capacidad que tiene cada entidad para hacer seguimiento a sus propias actividades. En este contexto, la Superintendencia Financiera, por medio de las circulares externas 14 y 38 de 2009, estableció la obligación de las entidades de adoptar el Sistema de Control Interno, con el objetivo de proporcionar gestión de riesgos eficientes y efectivos, así como generar mayor capacidad para enfrentar eventuales crisis, tanto de origen local como internacional.

En materia de requerimientos de capital y liquidez, el Gobierno Nacional ha buscado alinearse a los estándares de Basilea III (Clavijo et al, 2010; Hernández, 2014). En particular, el Decreto 1771 de 2012 modificó la definición y cálculo del capital de los establecimientos de crédito con el objetivo de mejorar su calidad. Introdujo nuevas clasificaciones del patrimonio técnico y creó, en particular, una nueva relación de solvencia básica, constituido esencialmente con acciones ordinarias, y que deben constituir la mitad del requisito del 9% de solvencia vigente desde 1994. Por su parte, los requisitos de liquidez (a 7 y 30 días) se han venido ajustando desde 2011 y hoy se exige que al menos el 70% sean activos recibidos como 'colateral' por el Banco de la República.

Aunque otro elemento de Basilea III, el capital adicional entre 0 y 2,5% que se debe mantener como colchón anticíclico, no ha sido adoptado, Colombia cuenta desde 1995 con un sistema que obliga a todos los establecimientos de crédito a constituir, además de las provisiones generales y las que se aplican a los créditos individuales para cubrir el deterioro corriente de la cartera, una provisión anticíclica. Esto, con el fin de mitigar por anticipado el impacto potencial de un desempeño adverso de la cartera sobre el estado de pérdidas y ganancias de la entidad. De esta manera, en vez de manejar estos problemas a través de un mayor capital, como lo determinó Basilea III, se utiliza un sistema de provisiones anticíclicas, que es posiblemente más adecuado dado el carácter de las provisiones como un mecanismo para cubrir pérdidas esperadas. Basilea III no se ha pronunciado sobre el tema de provisiones (o reservas), entre otras cosas por debates internacionales todavía inconclusos sobre la forma de estimar y contabilizar las pérdidas esperadas[39]. De igual forma, la Superintendencia Financiera ha adoptado otros mecanismos prudenciales, como la moderación de la distribución de dividendos en épocas de auge mediante la creación de un 'colchón de conservación' (la reserva voluntaria de utilidades del año 2008), así como el control excesivo del crecimiento del crédito (una provisión adicional a los créditos de consumo adoptada en 2012).

Otra de las políticas del Gobierno Nacional encaminadas a seguir las recomendaciones de Basilea III ha sido la adopción, por medio del Decreto 2784 de 2012, de los estándares internacionales de información financiera. Estos estándares surgieron de la necesidad de tener un lenguaje contable común entre países que permita a los inversionistas comparar de forma rápida, transparente y eficiente los resultados financieros de las entidades locales con respecto a sus contrapartes del exterior. La instrumentación de esta medida debe culminar en 2015.

c. La menor sensibilidad al ciclo económico

Gracias a esta reingeniería institucional, el sistema crediticio colombiano se encontró mejor preparado para enfrentar la crisis del Atlántico Norte de 2007-2009. Los indicadores de la calidad de la cartera han continuado mostrando, en cualquier caso, los efectos del ciclo financiero: mejoraron significativamente en los primeros años del periodo de análisis, pero experimentaron un nuevo deterioro en 2008 -

39 En Ocampo (2003), he argumentado que en las pérdidas esperadas se incurre cuando se desembolsan los créditos y, por ende, ese es el momento oportuno de estimar y contabilizar dichas pérdidas. Sin embargo, este principio, que se aplica en la industria aseguradora, no ha sido aceptado todavía en la industria bancaria.

2009, cuando la cartera vencida se elevó al 4% del total como resultado de los efectos de la crisis internacional (Gráfico IV.5, pág. 165). Sin embargo, este deterioro fue notablemente inferior a los que se experimentaron en 1985 y 1998 - 1999, cuando la cartera vencida se colocó por encima del 10%. En los años posteriores, la calidad de la cartera se recuperó de nuevo y se ha mantenido desde entonces en niveles sanos.

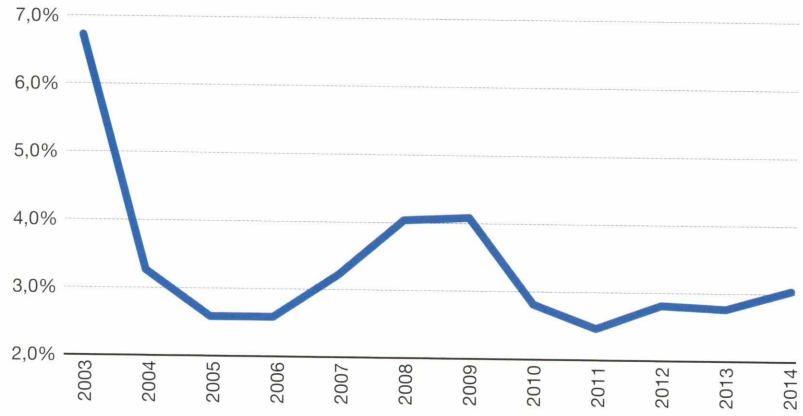
Por su parte, los niveles de rentabilidad se mantuvieron estables durante el periodo analizado en este capítulo, con una tendencia ligeramente descendente. Además, y en contraste nuevamente con las coyunturas turbulentas de los años ochenta y noventa, cuando la rentabilidad arrojó resultados valores fuertemente negativos durante los años críticos, en 2008 y 2009 mantuvo niveles positivos, solo marginalmente inferiores a los de los años previos.

En este buen comportamiento a lo largo del ciclo ha jugado también un papel destacado el Banco de la República, en particular con una política monetaria que, como se mostró en la primera sección de este capítulo, ha tenido un comportamiento anticíclico o neutro y ha evitado, por lo tanto, los episodios procíclicos que fueron una causa muy importante de la crisis de fin del siglo. El manejo anticíclico de las tasas de intervención fue particularmente notorio durante el auge de 2006 - 2008, cuando estuvo apoyada por aumentos a los encajes internos y al endeudamiento externo, así como durante los eventos críticos que sucedieron a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. No cabe duda de que el haber evitado excesos de endeudamiento y descalces en la fase expansiva de este ciclo, a través de las medidas macroprudenciales mencionadas, permitió que la economía colombiana fuera menos vulnerable y resistiera mejor el choque externo generado por la crisis del Atlántico Norte (Villar, Romero y Pabón, 2015). Está por verse si en ausencia de medidas macroprudenciales del mismo corte durante el auge más reciente, el fuerte aumento del endeudamiento externo privado y la política monetaria más neutra lograrán evitar una crisis del sector si se presenta una nueva interrupción súbita del financiamiento externo en el futuro inmediato, un evento que por ahora parece improbable.

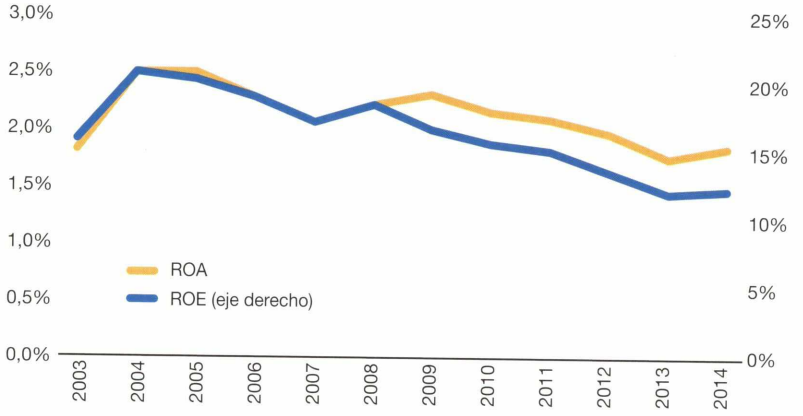
Estas tendencias ponen de manifiesto los efectos positivos que ha tenido el marco regulatorio integral que se ha perfeccionado gradualmente, así como de la orientación anticíclica o neutra de la política monetaria. De esta manera, aunque los indicadores de los establecimientos de créditos continuarán estando vinculados al vaivén de la economía y de los choques externos, este comportamiento procíclico se ha atenuado. La mayor solidez del sector se refleja, en particular, en la evolución de indicadores de patrimonio (que se mantiene muy por encima de los estándares regulatorios), calidad de la cartera y rentabilidad de las entidades.

GRÁFICO IV. 5 | **Principales variables de la cartera de los establecimientos de créditos**

A. Calidad de cartera (Cartera vencida / Cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

La evaluación más reciente del Fondo Monetario Internacional sobre la estabilidad financiera del país (FMI, 2013) resalta, entre otros elementos, la alta capitalización del sector bancario; su capacidad de resistir choques previsibles; así como la calidad de la supervisión, especialmente la consolidada de los conglomerados, y la capacidad de la Superintendencia Financiera de actuar sin interferencia política. Señala, en cualquier caso, las vulnerabilidades asociadas a la alta concentración del sector y a eventuales choques provenientes del exterior. Curiosamente, no hace ninguna anotación sobre el rápido crecimiento de la deuda privada de corto plazo y la ausencia de medidas macroprudenciales para moderar esta tendencia, lo que está en claro contraste con la posición adoptada por el FMI en años recientes sobre la conveniencia de adoptar medidas para hacer frente a los riesgos macroeconómicos que generan los excesivos flujos de capital.

d. Temas pendientes en materia regulatoria

Pese a los avances logrados, conviene resaltar dos temas emergentes a nivel internacional relevantes para el país. El primero está asociado a la alta concentración del sector y se refiere a la conveniencia de establecer requisitos adicionales para las entidades sistémicamente importantes (o 'demasiado grandes para quebrar', como se denominan en el debate norteamericano). Basilea III estableció para ellas una supervisión especial, requisitos adicionales de capital y la obligación de diseñar unos 'testamentos vivientes' (*living wills*), que establecen las acciones que se harían efectivas en caso de la quiebra de la entidad. Aunque estas normas fueron diseñadas para las entidades multinacionales más importantes, puede ser relevante desarrollar normas de este tipo a nivel nacional, dada la altísima concentración que caracteriza hoy al sistema financiero colombiano.

La segunda tiene que ver con las inversiones en el exterior de las entidades financieras de mayor tamaño, que obviamente generan riesgos adicionales para el país. Estos riesgos se ven limitados, pero ciertamente no desaparecen, si dichas entidades se constituyen como subsidiarias con sus propios requisitos de capital al igual que sujetas a la regulación y supervisión de los países donde están localizadas. Dada la importancia que las instituciones financieras colombianas tienen en Centroamérica, la forma como la Superintendencia Financiera de Colombia ha manejado este tema es a través de la promoción, a partir de 2012, de un 'Colegio de Supervisores'. Este desarrolla una supervisión consolidada, así como participa, como miembro colaborador, en el Consejo Centroamericano de Supervisores Bancarios, de Seguros y Otras Instituciones Financieras. Así mismo, ha comenzado a realizar visitas a las subsidiarias de los bancos colombianos en el exterior con base en acuerdos con los supervisores anfitriones. También participa en los Colegios de Supervisores del BBVA en España y del Scotia Bank en Canadá (Hernández, 2014).

Por su parte, dos temas adicionales que siguen siendo objeto de debate a nivel internacional se relacionan con las deficiencias de la metodología de ponderación de los riesgos de la cartera, con base en la cual se determina el patrimonio de las entidades crediticias, así como el comportamiento procíclico al cual pueden dar lugar las propias regulaciones. Debido a los problemas que plantea la metodología de ponderación de riegos, muchos han abogado por un requisito bruto de apalancamiento, es decir, un requisito de patrimonio a activos totales no ponderados. Las normas de Basilea III incorporaron un requisito adicional de este tipo del 3%, que algunas autoridades y analistas consideran demasiado bajo. Por este motivo, en abril de 2014, Estados Unidos elevó este requisito al 5% para los grandes grupos bancarios y 6% para sus subsidiarias que se benefician del seguro de depósitos.

El impacto procíclico que puede tener la regulación se relaciona con el efecto que pueden tener las pérdidas durante las crisis, en términos de las capitalizaciones que tendrían que hacer las entidades. Este problema se puede solucionar en parte con el colchón anticíclico que propone Basilea III o, mejor, con un buen sistema de provisiones anticíclicas; esta última es la ruta apropiada que ha seguido el país. Por otra parte, ante las incertidumbres que genera la crisis, la expectativa de posibles pérdidas y los requisitos adicionales de capital que generarían, los administradores de las entidades financieras pueden asumir una actitud de cautela que se puede reflejar en menor propensión a prestar y, más bien, destinar una proporción creciente de recursos a inversiones consideradas seguras, aunque su rentabilidad sea más baja, como los títulos de deuda pública. De hecho, esta situación se presentó en la crisis de fin de siglo, tal como lo vimos en el capítulo anterior. Este problema no se puede solucionar con normas regulatorias, motivo por el cual algunos analistas han propuesto que debe manejarse con créditos anticíclicos (o eventualmente garantías anticíclicas) de los bancos oficiales o de los bancos de desarrollo, como lo hicieron algunos países, notablemente China y Brasil, durante la crisis del Atlántico Norte, al igual que los bancos multilaterales de desarrollo a nivel internacional.

Por otra parte, conviene resaltar que las crisis financieras no solo han permitido observar fallas estructurales en el marco regulatorio, sino también un bajo nivel de educación financiera y de información de la mayoría de los consumidores (García, 2013). En ese sentido, el Gobierno Nacional ha empezado a poner en marcha un plan integral de educación financiera, que permita a toda la ciudadanía conocer

y comprender la información relevante. De esta manera, el Congreso de la República, a través de la Ley 1328 de 2009, incorporó la educación financiera como principio en la prestación de servicios financieros y se impartieron obligaciones para las entidades financieras en el sentido de desarrollar programas y campañas de este tipo. Posteriormente, el Plan Nacional de Desarrollo 2010 - 2014 estableció la educación financiera como uno de los apoyos transversales de la competitividad del país, y la Ley 1450 de 2011, la obligación del Ministerio de Educación Nacional de incorporar la educación financiera en el programa de competencias básicas.

Por último, cabe destacar el papel que pueden tener las políticas en materia de acceso al crédito, un tema en el cual ha habido avances, como veremos más adelante, pero subsisten muchos problemas. En esta materia, durante el periodo que analizamos, se impulsó la creación de nuevos vehículos de acceso a servicios financieros, como la 'banca móvil' y otros canales alternativos. Entre estas alternativas se destacan: (i) los corresponsales bancarios (creados por los decretos 2233 de 2006 y 3032 de 2007); (ii) las cuentas de ahorro de trámite simplificado (Circular Externa 53 de 2009 de la Superintendencia Financiera); (iii) las cuentas de ahorro electrónicas (decretos 4590 de 2008 y 1349 de 2009); (iv) los depósitos electrónicos (Decreto 4867 de 2011), y (v) las recientes Sociedades Especializadas en Pagos y Depósitos Electrónicos, que tienen licencia para: captar recursos del público mediante depósitos electrónicos, realizar pagos y traspasos, tomar préstamos dentro y fuera del país, y enviar o recibir giros financieros. Estas últimas fueron creadas en el marco de la Ley de Inclusión Financiera (Ley 1735 de 2014), mediante la cual se busca ampliar el acceso a los servicios transaccionales a través de medios electrónicos y de programas de educación financiera.

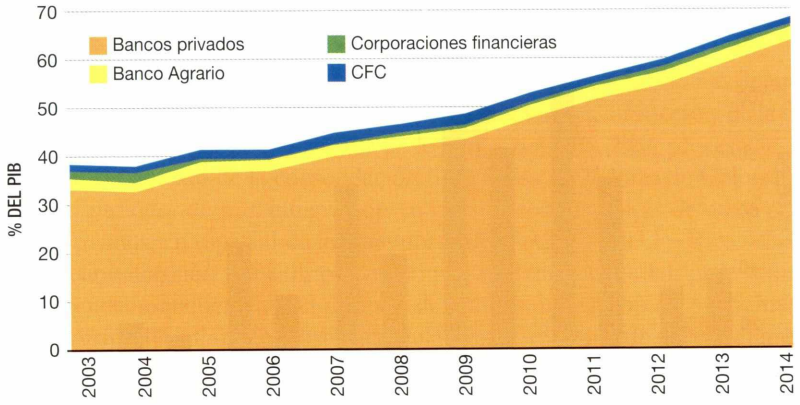
3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

a. Profundización financiera y estructura

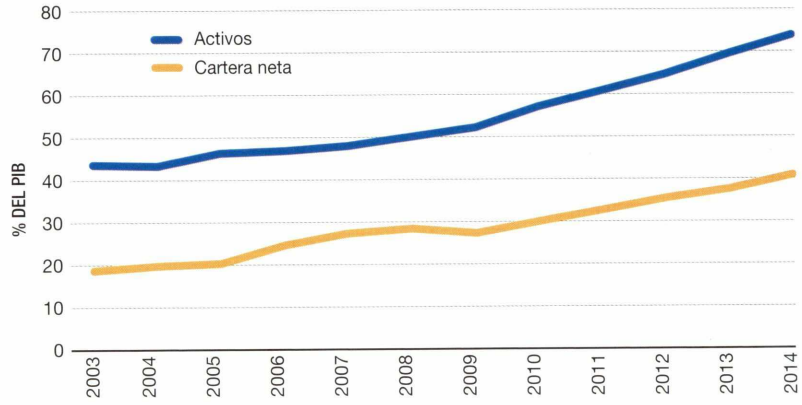
Tras las medidas encaminadas a recuperar la confianza al público y el acceso al mercado externo de capitales, el proceso de profundización financiera renovó su tendencia ascendente a partir del 2005, después de siete años de contracción en este indicador y sin alcanzar todavía en 2007 - 2008 los picos previos (Gráfico IV.6, pág. 169). La cartera neta se recuperó de forma algo más temprana (desde 2004) y a un ritmo mucho más rápido (5,9 puntos del PIB entre 2003 y 2006 versus 2,8 en el caso de los activos), mostrando la mayor confianza de las entidades sobre prestar sus recursos en vez de destinarlos a inversiones de bajo riesgo (en

GRÁFICO IV. 6 | **Profundización financiera**

A. Por tipo de entidad (activos)

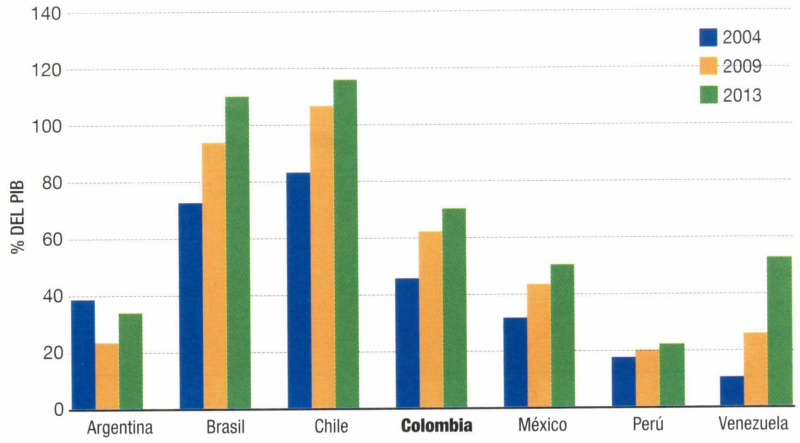


B. Activos y cartera neta



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

GRÁFICO IV. 7 | Comparación internacional - Crédito interno provisto por el sector bancario



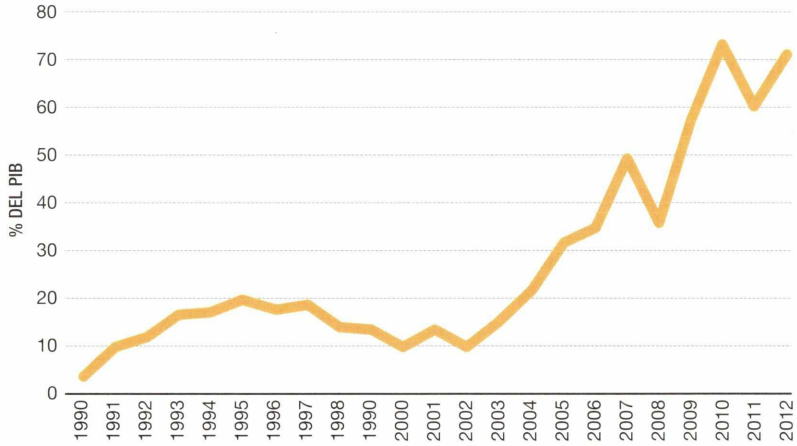
FUENTE: BANCO MUNDIAL

especial TES). A diferencia de lo acontecido en la crisis del fin de siglo, la crisis del Atlántico Norte solo frenó levemente la dinámica de la cartera, tal como se refleja en los datos del 2009. A partir de 2010 se generó una nueva y fuerte aceleración, que en materia de profundización medida por activos acumuló 21 puntos porcentuales del PIB en solo cinco años, el aumento más acelerado registrado en toda la historia (a título de comparación, el aumento experimentado entre 1991 y 1997 fue de 12 puntos). Gran parte de este aumento fue recuperación de la caída previa, de tal forma que los niveles alcanzados en 2014 solo superaron a los alcanzados en el pico anterior, en 1997, en siete puntos porcentuales y poco menos de cinco en el caso de la cartera. Como hemos visto, esta expansión reciente estuvo acompañada, como todos los auges previos de su género, por un fuerte incremento en los niveles de endeudamiento externo.

El gran dinamismo de la profundización financiera no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país sino que, por el contrario, fue la regla en América Latina. De hecho, para el conjunto del periodo, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; la excepción fue Argentina, país que presentó un declive inicial de este indicador y una recuperación solo parcial con posterioridad. Aunque la profundización financiera evidenció un avance sustancial en nuestro país, al aumentar casi 25 puntos porcentuales del PIB entre 2004 y 2013, se mantuvo rezagado frente a los dos países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero: Brasil y Chile. Sin embargo, entre las siete economías más grandes, Colombia siguió colocándose en un tercer lugar, por encima de Argentina, México, Perú y Venezuela (Gráfico IV.7, pág. 170).

Otro de los grandes avances ocurridos en materia de profundización financiera fue la ampliación del mercado bursátil, tras medio siglo de retroceso y de la falta de despegue durante la liberalización de los años noventa. Este proceso se dio, además, en el contexto de la consolidación de la Bolsa de Valores de Colombia y, al final del periodo, de una integración en ciernes con las bolsas de otros países latinoamericanos, en especial de los miembros de la Alianza del Pacífico. El indicador de capitalización bursátil, publicado por el Banco Mundial, presentó una clara tendencia ascendente en el periodo de análisis, interrumpida parcialmente durante la crisis del Atlántico Norte, acumulando un aumento de más de cuarenta a cincuenta puntos porcentuales del PIB, en relación con el pico de los años noventa. Esto evidencia, por lo demás, no solo el éxito de la apertura y modernización del mercado de valores sino también el apetito de inversionistas extranjeros por las empresas colombianas (Gráfico IV.8).

GRÁFICO IV. 8 | Capitalización bursátil



FUENTE: BANCO MUNDIAL

En términos de estructura del sector, la expansión descansó exclusivamente sobre la multibanca privada, incluyendo la absorción o transformación de antiguas Corporaciones de Ahorro y Vivienda por/o en bancos comerciales (Gráfico IV.6, pág. 169). De hecho, estos bancos experimentaron un proceso de verdadera euforia durante el periodo que analiza este capítulo, al expandirse en más de treinta puntos porcentuales a lo largo de la década y superar el pico anterior en 18 puntos porcentuales (si se suman los bancos privados y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en 1997). Por eso, el periodo que analizamos puede considerarse la gran expansión de la banca privada, como lo señala el título de este capítulo.

Más aún, en línea con la tendencia exhibida desde la crisis de fin del siglo, todas las otras agrupaciones tuvieron una contracción relativa, en parte por la capacidad que tuvieron los bancos de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades.

Los bancos oficiales, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, desaparecieron del mapa del sistema financiero, con excepción del Banco Agrario, tanto como resultado del proceso de privatización de entidades oficiales históricas como de las que habían sido oficializadas durante la crisis de fin del siglo. Durante el periodo de intervención por parte de Fogafín, Bancafé había recibido el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado y una parte de los de la mayor entidad privada oficializada durante la crisis: Granahorrar. Ello para formar Granbanco, que fue adquirido por el Banco Davivienda en 2007. A su vez, Granahorrar, que había recibido el grueso de los activos y pasivos del BCH durante su intervención, fue adquirido por el BBVA en 2005. Las entidades cooperativas intervenidas fueron consolidadas en Megabanco, que fue vendido al Banco de Bogotá en 2006. Otras entidades oficializadas fueron vendidas o liquidadas. El único banco oficial de primer piso que subsistió, el Banco Agrario, representaba al final del periodo poco menos del 4% del sistema bancario y el 2,8% del PIB, aunque siguió colocándose en el quinto o sexto lugar entre las entidades crediticias.

La práctica desaparición de los bancos oficiales fue matizada, como lo he señalado de forma reiterada, por la permanencia de bancos de desarrollo organizados desde el periodo anterior de forma independiente del banco emisor: Bancóldex (que había absorbido al IFI en 2003), Finagro, Findeter y FEN. Esta última, que había estado en un proceso de marchitamiento, se transformó en la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) en 2011, con el objetivo más amplio de apoyar el desarrollo de la infraestructura del país. Si bien la banca de desarrollo continuó jugando un papel determinante para el sector agropecuario y exportador, lo cierto es que en su conjunto este grupo de bancos fue relegado a un segundo plano dentro del sistema financiero, con activos que han oscilado en torno al 3% del PIB pero con una tendencia descendente en su participación en los activos del sector durante el periodo de análisis (Cuadro IV.2). La banca de desarrollo tampoco ha jugado el papel anticíclico que, como lo señalé en una sección anterior, han propuesto algunos analistas.

CUADRO IV. 2 | Activos de los bancos de desarrollo

	COMO % DEL PIB					SUBTOTAL COMO % DE ACTIVOS DEL SISTEMA
	FINAGRO	BANCOLDEX	FINDETER	SUBTOTAL	FEN/FDN	
2003	0,87	1,59	0,47	2,93	0,84	6,52
2004	0,84	1,35	0,58	2,78	0,66	6,21
2005	0,91	1,08	0,63	2,62	0,57	5,65
2006	0,96	0,88	0,66	2,50	0,23	5,36
2007	0,93	1,12	0,75	2,81	0,22	5,83
2008	0,95	1,29	0,85	3,09	0,06	6,20
2009	1,05	1,12	0,88	3,05	0,07	5,84
2010	1,06	1,02	0,88	2,96	0,06	5,21
2011	1,05	0,96	0,96	2,98	0,06	4,91
2012	1,01	1,00	1,03	3,04	0,06	4,72
2013	1,23	0,87	0,95	3,05	0,07	4,39
2014	1,07	0,83	0,99	2,89	0,09	3,92

FUENTE: CÁLCULOS PROPIOS CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

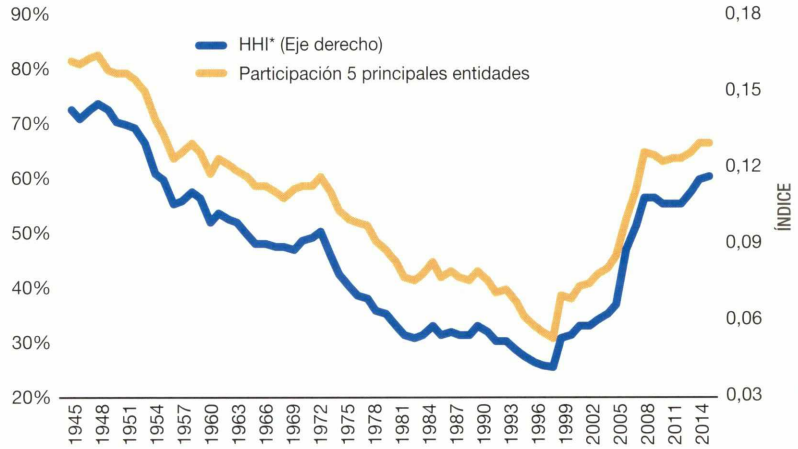
El Banco Agrario ha seguido siendo el principal agente de financiamiento del sector agropecuario. Más del 90% de su cartera está colocado en este sector. Aunque el crédito otorgado por la banca privada al sector agropecuario y agroindustrial ha aumentado significativamente durante el auge reciente, el Banco Agrario sigue siendo virtualmente el único intermediario financiero tradicional que llega a la agricultura familiar (Misión para la Transformación del Campo, 2014). El fondeo de sus operaciones de crédito sigue dependiendo en gran medida de recursos de redescuento que proporciona Finagro, que a su vez sigue obteniendo sus recursos de las inversiones forzosas en Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA).

Esta es la única inversión forzosa que subsiste y sobre la cual existe una polémica, incluso de carácter gremial, ya que es defendida por la Sociedad de Agriculturas de Colombia (SAC) en contra de las aspiraciones de la Asociación Bancaria de desmontarla. La otra inversión forzosa que había sobrevivido a las reformas

de comienzos de los noventa, la destinación de parte de la cartera de vivienda a aquella de interés social desapareció en 2004, después de la transición estipulada en la Ley 546 de 1999. También subsiste el impuesto a las transacciones financieras del cuatro por mil, sin que ahora tenga relación con el financiamiento del rescate del sector.

En materia de concentración, el sistema financiero continuó presentando la fuerte tendencia ascendente que se había iniciado durante la crisis de fin de siglo. Aunque desde 2008 se ha moderado, representó el quiebre, en solo diez años, de una tendencia de medio siglo durante el cual la concentración mostró un descenso virtualmente continuo (Gráfico IV.9). Medidos por los dos índices que he utilizado a lo largo de este libro, los niveles actuales de concentración se habían observado por última vez a comienzos de la década del cincuenta del siglo pasado. Las cinco principales compañías bancarias concentran hoy dos terceras partes de los activos del sistema crediticio, el doble de lo que representaban hace solo dos décadas, a mediados de los años noventa.

GRÁFICO IV. 9 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado, el cual toma valores entre 0 y 1, donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: BANCO MUNDIAL

CUADRO IV. 3 | Activos de los conglomerados financieros (Cifras en millones de pesos)

GRUPOS EN SISTEMA BANCARIO	DIC-95	DIC-00	DIC-05	DIC-10	DIC-14
Grupo Aval 1/	4.681.949	13.098.334	33.892.840	74.502.993	125.080.301
Grupo Antioqueño 2/	1.610.775	6.994.066	23.906.501	48.678.983	99.942.218
Grupo Bolívar 3/	347.821	4.787.573	8.638.207	28.236.894	54.633.274
BBVA 4/	2.869.485	5.161.879	9.299.460	22.085.046	41.527.856
Grupo Colpatria 5/	413.491	2.555.567	3.990.116	10.002.692	20.220.872
Grupo Social 6/	574.612	1.068.321	4.771.122	8.019.158	11.064.264
Demás entidades	13.564.077	27.225.789	33.871.535	51.064.115	89.648.502
Total	**24.062.212**	**60.891.530**	**118.369.781**	**242.589.881**	**442.117.285**

(% del sistema Bancario)

GRUPOS EN SISTEMA BANCARIO	DIC-95	DIC-00	DIC-05	DIC-10	DIC-14
Grupo Aval 1/	19,5	21,5	28,6	30,7	28,3
Grupo Antioqueño 2/	6,7	11,5	20,2	20,1	22,6
Grupo Bolívar 3/	1,4	7,9	7,3	11,6	12,4
BBVA 4/	11,9	8,5	7,9	9,1	9,4
Grupo Colpatria 5/	1,7	4,2	3,4	4,1	4,6
Grupo Social 6/	2,4	1,8	4,0	3,3	2,5
Demás entidades	56,4	44,7	28,6	21,0	20,3

1/ Comprende: Bancos de Bogotá, Popular, Occidente, Megabanco y AV Villas.
2/ Comprende: Bancolombia
3/ Comprende: Banco Davivienda y Banco Superior
4/ Comprende: Banco Bilbao Viscaya Argentaria (BBVA)
5/ Comprende: Red Multibanca Colpatria
6/ Comprende: Colmena y Banco Caja Social

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOBANCARIA

Más aún, estas medidas subestiman los grados efectivos de concentración, debido a la conformación de conglomerados financieros del país, que ahora ofrecen, bajo una misma institución, créditos comerciales, hipotecarios y de consumo. Más cuando, aunque la banca extranjera ha participado activamente en el sector, y su presencia se ha acentuado durante la última década, se ha consolidado el papel de tres grupos financieros nacionales (Aval, Antioqueño y Bolívar), que concentran más del 60% de los activos del sector desde hace un lustro. Si a ellos se agrega el principal grupo extranjero, el Banco de Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), concentran más del 70%. A ellos se unen otros conglomerados de menor tamaño (Cuadro IV.3).

Este proceso se generó a través de una notable reestructuración de estos grupos financieros, en no poca monta con la compra de entidades oficiales u oficializadas durante las sucesivas etapas del proceso de privatización. Iniciando este siglo, el BBVA de España compró el 85% del Banco Ganadero; esta transacción permitió la creación del BBVA Banco Ganadero, que cuatro años después se consolidó como el BBVA. Según vimos, compró a Granahorrar cuando fue (re) privatizado en 2005. Ese año nació el Grupo Bancolombia, conformado por Bancolombia, Conavi y Corfinsura. Ese mismo año se fusionaron el Banco Caja Social y el Banco Colmena, que se convirtieron en los bancos Caja Social BCSC y Colmena BCSC; en 2011, desapareció la marca Colmena para que el BCSC se convirtiera en Banco Caja Social. El Grupo Aval, que se había nutrido de varias privatizaciones en el periodo anterior, compró el Megabanco, cuando fue privatizado en 2006. En 2007, el Banco Davivienda del Grupo Bolívar adquirió Granbanco, cuyo núcleo central era el antiguo Bancafé, cuando fue privatizada en 2007, y en 2011 adquirió el 98% del Banco Superior y sus filiales Fidusuperior, Ediciones Gamma, y Promociones y Cobranzas Beta. Durante ese año, además, se fusionaron Sudameris Colombia y el Banco Tequendama, para dar origen al banco GNB Sudameris.

Durante la década que analizamos aquí, y especialmente durante el último lustro, los conglomerados financieros nacionales hicieron su tránsito a 'multilatinas'. En este proceso se destacan los tres conglomerados más grandes. Más allá de su presencia tradicional en Panamá, su expansión ha sido particularmente hacia Centroamérica, estableciendo una posición dominante en El Salvador, y destacada en Nicaragua, Panamá y Costa Rica. Los activos en el exterior han venido creciendo muy rápidamente y alcanzaban en 2014 el equivalente a una quinta parte de los activos de los bancos en el país (Uribe, 2013; Hernández, 2014).

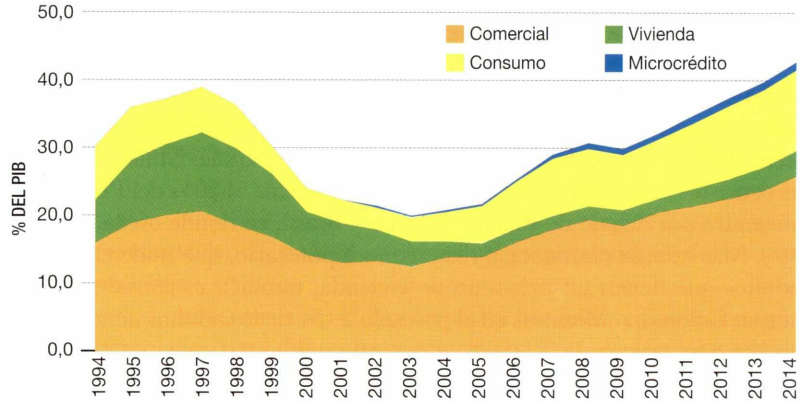
Gracias a las economías de escala, los crecientes niveles de concentración pueden haber tenido efectos positivos en términos de reducción de costos de la intermediación y de la capacidad del sistema para asumir mayores riesgos, como los asociados a mayores plazos de los préstamos, un tema sobre el cual ha habido avances, según veremos más adelante. Por el contrario, no se han producido los riesgos que puede generar en términos de menor competencia y mayores márgenes de rentabilidad. Los márgenes de intermediación han mostrado una ligera tendencia a disminuir, continuando la propensión que se presentó durante la crisis de fin de siglo; sin embargo, siguen siendo muy elevados para los patrones internacionales (Gráfico IV.3, pág. 154). Por su parte, como ya lo señalé en una sección

anterior, la rentabilidad del sistema ha tendido también a reducirse gradualmente (Gráfico IV.5, pág. 165). Ambos resultados indican que la concentración ha mantenido niveles de competencia, ahora claramente oligopólicos.

b. Evolución de la cartera, estructura de plazos y acceso al financiamiento

Otra forma de examinar la evolución del sistema crediticio del país durante el periodo de análisis es por medio de los usos de su cartera. Como lo indica el gráfico IV.10, la más afectada por la crisis de fin de siglo fue la cartera hipotecaria, en tanto que la que experimentó la menor caída fue la comercial, con la de consumo en una situación intermedia. Con el crecimiento de la última década, la más beneficiada ha sido la cartera comercial, seguida por la de consumo, mientras que la de vivienda experimentó una muy mediocre recuperación, reflejando las secuelas de la crisis hipotecaria. Con la crisis de Atlántico Norte, todos los tipos de cartera se vieron afectados de forma negativa, pero solo por un periodo breve. Finalmente, durante los años más recientes, todos los tipos de cartera se han beneficiado, especialmente la comercial y la de consumo, en tanto que la de vivienda ha seguido mostrando un fuerte atraso.

GRÁFICO IV. 10 | Cartera bruta de los establecimientos de crédito por uso (% del PIB)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

Según lo señalé en la introducción, dos fallas de mercado importantes en el sector financiero se relacionan con la estructura de plazos y el acceso a los servicios financieros. En relación con los plazos, es de notar que los desembolsos de créditos hasta 2007 (excluyendo vivienda) estuvieron concentrados principalmente en el corto plazo (60% a un año y casi otro 20% entre uno y tres años) (Cuadro IV.4, pág. 179). Durante el fuerte auge que tuvo lugar durante el último lustro, los plazos de todos los créditos se alargaron, especialmente los de consumo y preferencial corporativo. La estructura actual del crédito de consumo llama la atención, ya que de estar concentrado en créditos entre uno y cinco años hasta el 2007, concentra hoy casi la mitad en créditos de más de cinco años. Esto suscita dudas sobre la lógica de estas operaciones, así como de las regulaciones financieras que las amparan.

Si bien ha habido avances en materia de plazos para préstamos diferentes a los de vivienda, el elemento más frustrante de la última década ha sido la pérdida notable de dinamismo del crédito hipotecario, en el cual se generan las operaciones de plazos más largos. De acuerdo con cálculos de Fedesarrollo (2015), en los primeros cinco años posteriores a la crisis de los años 1998 - 1999, la cartera hipotecaria se redujo de manera dramática: de poco más del 10% del PIB a finales del auge anterior, a 2,4% del PIB en 2005 - 2006 (Gráfico IV.11, pág. 180). Desde entonces se ha recuperado marginalmente, situándose en 2014 en 4,7%, pero este registro es menos de la mitad de lo que era en 1997. Este mismo comportamiento se evidencia, incluso, cuando se incluyen la cartera titularizada y los préstamos del Fondo Nacional del Ahorro (FNA).

Al comparar internacionalmente, también se evidencia que nuestro país ocupa uno de los lugares más bajos en el indicador de profundización hipotecaria, medido como cartera hipotecaria como porcentaje del PIB. Aunque en promedio los países de América Latina evidencian niveles relativamente bajos de crédito hipotecario como proporción del PIB[40], nuestro país, con una cartera hipotecaria de solo 6,5% del PIB en 2014, de acuerdo con los datos del Banco Mundial, se encuentra incluso por debajo de pares del continente, no solo Chile y Panamá, los líderes en este campo, en el que dicha cartera se acerca al 20% del PIB. También se encuentra por debajo de Bolivia, México y Brasil, en donde oscila entre el 8 y el 10%. Más aún, la penetración del crédito hipotecario, que mide el porcentaje de adultos que tienen un préstamo de vivienda, también es considerablemente menor en Colombia. Mientras en el país solo 2,6% de los adultos tiene un crédito

40 Los niveles más altos, superiores al 100% del PIB, se alcanzan en Suiza, Holanda y Dinamarca, y llegan a más del 60% en Estados Unidos y España, entre otros.

CUADRO IV. 4 | Desembolsos por plazo de los establecimientos bancarios
(Promedio anual de los desembolsos semanales)

	MILES DE PESOS					% DE PARTICIPACIÓN				
	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1.096 Y <1.825 DIAS	>1825 DIAS	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1.095 DIAS	>1.096 Y <1.825 DIAS	>1.825 DIAS
AÑO 2005										
Consumo		9.697.966	84.409.241	77.270.241	9.869.926		5,4	46,6	42,6	5,4
Microcréditos*		815.169	5.620.055	581.739	18.156		11,6	79,9	8,3	0,3
Comerciales Ordinarios	13.930.413	116.066.093	116.066.093	26.910.978	21.004.647	4,7	39,5	39,5	9,2	7,1
Comerciales Preferencial o Corporativo		369.769.144	20.782.283	17.892.025	20.185.458		86,3	4,8	4,2	4,7
Total	**13.930.413**	**496.348.372**	**226.877.673**	**122.654.983**	**51.078.187**	**1,5**	**54,5**	**24,9**	**13,5**	**5,6**
AÑO 2007										
Consumo		22.465.552	111.328.897	159.288.843	40.863.982		6,7	33,3	47,7	12,2
Microcréditos*		1.085.805	8.989.504	1.842.742	231.594		8,9	74,0	15,2	1,9
Comerciales Ordinarios	78.138.911	228.177.397	118.902.825	59.366.439	59.000.883	14,4	42,0	21,9	10,9	10,9
Comerciales Preferencial o Corporativo		704.784.948	80.116.791	28.807.094	11.762.538		85,4	9,7	3,5	1,4
Total	**78.138.911**	**956.513.703**	**319.338.016**	**249.305.119**	**111.858.997**	**4,6**	**55,8**	**18,6**	**14,5**	**6,5**
AÑO 2014										
Consumo		12.874.058	128.695.980	312.979.853	390.316.850		1,5	15,2	37,0	46,2
Microcréditos*		6.401.075	50.165.943	7.900.662	1.312.990		9,7	76,3	12,0	2,0
Comerciales Ordinarios	74.063.585	399.776.129	230.591.422	91.512.785	251.723.477	7,1	38,2	22,0	8,7	24,0
Comerciales Preferencial o Corporativo		906.128.094	173.213.253	112.502.803	247.508.604		63,0	12,0	7,8	17,2
Total	**74.063.585**	**1.325.179.356**	**582.666.599**	**524.896.103**	**890.861.921**	**2,2**	**39,0**	**17,1**	**15,4**	**26,2**

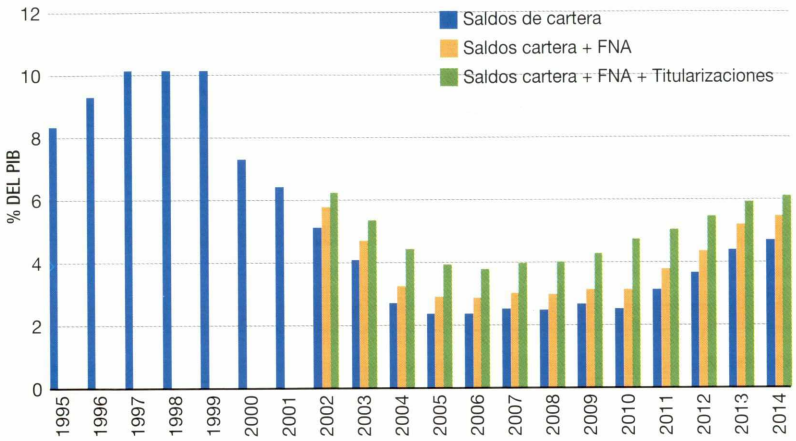
* Microcréditos diferentes de 'leasing'.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOBANCARIA Y SUPERFINANCIERA

para comprar una vivienda, dicho porcentaje está en alrededor de 40% en varios países desarrollados.

Consciente de esta situación, el Gobierno ha diseñado y puesto en marcha un apoyo diferenciado para diferentes segmentos de la población, más allá de los programas para los sectores de bajos ingresos (el de vivienda gratuita y el subsidio a la cuota inicial). Aquellos en los cuales el sector financiero incluye: (i) el

GRÁFICO IV. 11 | Evolución de la cartera hipotecaria



FUENTE: FEDESARROLLO CON BASE EN SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Y DANE.

Programa de Cobertura Condicionada de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda nueva tipo VIP y VIS, dirigido a hogares con acceso al crédito; (ii) el Programa de Cobertura Condicionada para la Adquisición de Vivienda tipo no VIS, que beneficiaba a hogares de ingresos medios y estaba financiado con recursos del Pipe, pero que finalizó en junio de 2014, y (iii) el Programa 'Mi Casa Ya', anunciado en octubre de 2014 y que comenzó a operar este año (Fedesarrollo, 2015). Adicionalmente, a finales de mayo del presente año, el Gobierno Nacional anunció, en el marco del Pipe 2.0, la financiación de 60.000 soluciones de viviendas en zonas rurales, la reactivación del programa de subsidio a la tasa de interés para 40.000 viviendas entre 80 y 200 millones de pesos y otros 30.000 cupos para el plan 'Mi Casa Ya'.

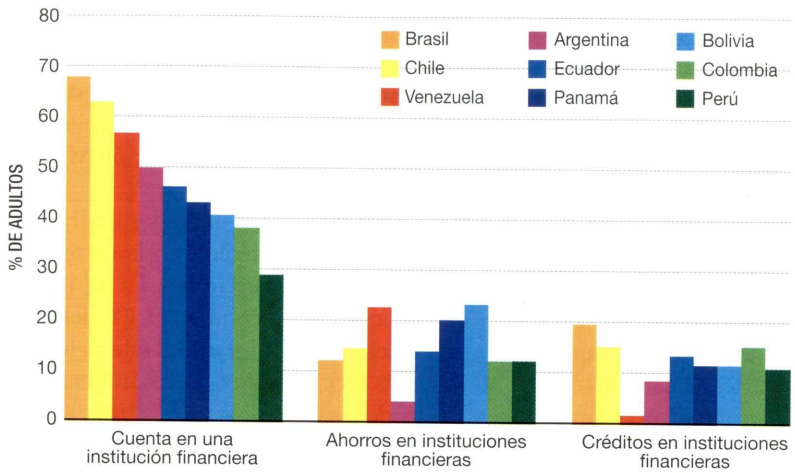
En materia de inclusión financiera, ha habido resultados positivos aunque todavía insuficientes. En esta materia, algunos de los éxitos se remontan a los esfuerzos que emprendió la Caja Social de Ahorros (hoy Banco Caja Social) desde comienzos del siglo XX, así como las cooperativas financieras y los bancos oficiales, de los cuales subsiste la prioridad que otorga el Banco Agrario al acceso de los pequeños agricultores al crédito. A ello se agregan las acciones que en tal sentido llevan a cabo los fondos de garantías (el Fondo Nacional de Garantías y el Agropecuario). Otros esfuerzos se remontan a acciones de las ONG internacionales que introdujeron las 'tecnologías microcrediticias' desde los años ochenta y la entrada, con algún rezago, de entidades propiamente financieras a estas actividades (Marulanda, 2005). El lanzamiento, bajo la administración Uribe, del programa Banca de las Oportunidades, bajo Bancóldex, representó un avance importante en este campo. Entre las nuevas entidades propiamente bancarias activas en este campo, se destaca Bancamía, un banco microfinanciero con participación accionaria del 51% de la Fundación Microfinanzas BBVA, y 49% de la Corporación Mundial de la Mujer (CMM) Medellín y la CMM Colombia.

En la evolución de los indicadores de inclusión hay luces y sombras. Por el lado positivo se destaca el crecimiento de los microcréditos en la cartera de los establecimientos de crédito durante la última década (Gráfico IV.10, pág. 177). Aunque su importancia relativa sigue siendo baja (poco más del 1% del PIB), ha tenido un crecimiento promedio anual de casi el 20% durante el último lustro. Por otra parte, de acuerdo con el informe más reciente sobre inclusión financiera de la Superintendencia Financiera y Banca de las Oportunidades (2014), se destaca también el rápido crecimiento de puntos de contacto financiero durante el último lustro, especialmente de corresponsales, así como el número considerable de nuevos ahorradores. En términos territoriales, sobresale el establecimiento de nuevas oficinas bancarias, que ahora cubren todos los municipios del país (con excepción de uno en 2014). Según este informe, los agentes más activos en este proceso han sido el Banco Agrario, el Banco Caja Social, BBVA y Davivienda. Sin embargo, una parte considerable de los corresponsales (un 40% en diciembre de 2013, por ejemplo) no muestra transacciones, y una parte considerable de las cuentas de ahorro está inactiva y presenta saldos muy bajos, y el microcrédito tiene todavía un alcance limitado.

Los datos de Asobancaria (2014b) muestran, a su vez, que el indicador de bancarización, que se calcula como la relación entre el número de personas mayores de edad con al menos un producto financiero sobre el total de la población adulta, alcanzó 72,5% (alrededor de 23,3 millones de personas). El producto que más aporta al objetivo de la bancarización es la cuenta de ahorros (alrededor de 21,7 millones adultas tienen acceso), seguida por la tarjeta de crédito (con un total de 6,8 millones de personas), en tanto que el microcrédito y el crédito de vivienda tienen todavía un alcance muy limitado (1,9 y 0,9 millones, respectivamente).

Una forma de entender estos resultados es que la mejoría en servicios financieros es notoria en término, de acceso a nuevos mecanismos de pagos, que en

GRÁFICO IV. 12 | **Comparación internacional de bancarización financiera (2014)**



FUENTE: FEDESARROLLO CON BASE EN SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Y DANE.

muchos casos están atados a cuentas de ahorro, pero que no constituyen estrictamente una decisión de ahorro; esto es la única interpretación que parece consistente con las bajas cifras del país en materia de cuentas de ahorro, que reportan las cifras internacionales que se presentan en los párrafos siguientes. Uno de los mecanismos más importantes de bancarización ha sido el pago de ciertos subsidios del Estado a familias pobres, como Familias en Acción, a través de medios bancarios (cuentas de ahorro o monederos electrónicos). Otras innovaciones paralelas son la cédula y tarjeta cafetera inteligente, el programa conjunto de la Federación Nacional de Cafeteros con el Banco de Bogotá, que también involucra una cuenta de ahorro, y el monedero electrónico de Davivienda, a través del cual también se pagan subsidios de Familias en Acción. Si el acceso a mejores mecanismos de pagos constituye una transición hacia sistemas más amplios de inclusión financiera, debe ser objeto de debate.

Las comparaciones internacionales también muestran resultados ambivalentes. Por el lado positivo, un informe reciente del Economist Intelligence Unit (EIU, 2014) clasifica al país como el segundo en el mundo, después de Perú, entre 55 países de desarrollo que analizan, en términos de ambiente favorable a las microfinanzas. Este informe resalta el buen esquema institucional que ha puesto en marcha el país y la buena regulación, incluyendo las medidas de protección al cliente y de microseguros. Al mismo tiempo, resalta el atraso en términos de pagos electrónicos (como es cierto, de hecho, de toda América Latina), un problema que posiblemente se aliviará con la nueva ley de inclusión, y destaca el alto endeudamiento de los sujetos de microcrédito y, en contra de las cifras nacionales, la baja cobertura de las cuentas de ahorro.

Los indicadores internacionales de bancarización del Banco Mundial (Gráfico IV.12, pág. 182) muestran una situación más ambivalente de la que presenta el EIU. En efecto, Colombia está entre los países latinoamericanos con menor acceso a servicios financieros, ya que en 2014 apenas el 40% de los adultos en nuestro país contaba con una cuenta en una institución financiera, mientras en otros países del continente, como Brasil, Chile o Venezuela, dicho nivel superaba el 65%. Algo similar ocurre cuando se observa el indicador de porcentaje de ahorradores en instituciones financieras. El único indicador en el que el país logra una mejor presencia relativa es la formalización del crédito, en la medida que casi el 16% de adultos cuenta con un crédito de una institución financiera, un registro bajo pero superior al de casi todos los países de la región, con excepción de Brasil y al mismo nivel de Chile.

*****

En síntesis, el sistema financiero colombiano estuvo caracterizado por un notable proceso de profundización durante la última década, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque generando una fuerte concentración del sector. Gracias, sin duda, a los avances en materia regulatoria, el país mostró fortalezas en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. De igual forma, cabe destacar los avances en materia de extensión de plazos de los créditos durante el último lustro y de aumento de la bancarización a través de diferentes instrumentos. El elemento más negativo ha sido el retraso considerable en la cartera hipotecaria que no ha superado, quince años después, los efectos de la crisis de finales del siglo XX.

De cara al futuro, resulta perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. En esta materia han surgido nuevos retos, asociados a los altos niveles de concentración y a la presencia creciente de los grandes conglomerados financieros nacionales en el exterior. Subsisten, además, interrogantes sobre el rápido crecimiento del endeudamiento externo en el último lustro y los efectos que puede tener de presentarse una nueva interrupción súbita del

financiamiento externo, una situación que en cualquier caso no parece muy probable en el momento de escribir estas líneas. De igual manera, es indispensable continuar con los programas encaminados a aumentar la bancarización, ya que está demostrado que pueden ser un vehículo efectivo para disminuir la pobreza y aumentar el bienestar de la población colombiana.

REFERENCIAS

Alviar, Oscar (1974), *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo Editores. [Esta obra tiene varias ediciones posteriores].

Anif (2006), *Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: Análisis y propuestas sobre la consolidación Bancaria (1990-2006)*, Informe presentado al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, junio.

Arango, Miguel (2006), "Evolución y crisis del sistema financiero colombiano," *Serie Estudios y Perspectivas*, No.11, Santiago: CEPAL.

Asobancaria (2014a), "Autocontrol: la piedra angular del control interno", *Semana Económica*, No. 970, octubre 20.

Asobancaria (2014b), "Informe trimestral de inclusión financiera", diciembre.

Avella, Mauricio (2007), "El Encaje Bancario en Colombia: Perspectiva General", *Borradores de Economía*, No. 470, Bogotá: Banco de la República, 2007.

Banco de la República, GRECO (Grupo de Estudios del Crecimiento Económico) (2002), *El Crecimiento Económico Colombiano en el Siglo XX*, Bogotá: Banco de la República y Fondo de Cultura Económica.

Barajas, Adolfo, Roberto Steiner y Natalia Salazar (1998), "Interest Spreads in Banking: Costs, Financial Taxation, Market Power, and Loan Quality in the Colombian Case, 1974-96", *IMF Working Paper*, WP/98/110, Agosto.

Bértola, Luis y José Antonio Ocampo (2013), *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México: Fondo de Cultura Económica.

Caballero Argáez, Carlos y Miguel Urrutia (2006), "Las Crisis Financieras del Siglo XX," en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, Parte II.

Cadena, Héctor (2002), "Crisis financieras en Colombia, qué se ha hecho?", en Angélica Arbeláez, Héctor Cadena, María Mercedes Carrasquilla y Sandra Zuluaga (comps.), *Crisis Financiera y Respuesta de Política*, Bogotá, Fedesarrollo y Alfaomega.

Calvo, Guillermo A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, 1(1), pp. 35-54.

Cárdenas, Enrique, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (eds.) (2003), *Industrialización y Estado en América Latina: La leyenda negra de la posguerra*, México: Lecturas de El Trimestre Económico, No. 94.

Cárdenas, Mauricio y Alejandro Badel (2003), "La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: Causas y consecuencias," *Documento No.500*, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.

Carrasquilla, Alberto y Juan Pablo Zárate (2002), "Regulación bancaria y tensión financiera, 1998-2001," en Anif, *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*, Tomo I, Bogotá, Bogotá: Anif.

Carrizosa, Mauricio (1979), "Los Fondos Financieros del Banco de la República", en Carlos Caballero Argáez (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, capítulo IX.

Carrizosa, Mauricio (1986), *Hacia una recuperación del mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Editorial Presencia.

Clavijo, Sergio (2000), "Hacia la Multibanca en Colombia: Retos y 'Retazos Finacieros'", *Borradores de economía No. 150*, Bogotá: Banco de la república.

Clavijo, Sergio, Rojas, Carlos y Alejandro, González (2010), *La Crisis Financiera Internacional: El Tránsito Hacia Basilea III*, Bogotá: disponible en: http://anif.co/sites/default/files/uploads/Basileaiii.pdf

Corte Constitucional (1999), Sentencia C-481, disponible en: http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/1999/C-481-99.htm

Delgado, Luis Fernando y Pablo Roda (1998), "El apoyo del Estado al Sector financiero en su reciente crisis: Recursos dirigidos y costos asociados," *Banca y Finanzas*, febrero.

Díaz-Alejandro, Carlos F. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, Nos. 1-2, pp. 1.24.

Díaz-Alejandro, Carlos F. (2003), *Régimen de Comercio Exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Dornbusch, Rudiger y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 253-316.

EIU (Economist Intelligence Unit) (2014), Global Microscope 2014: *The Enabling Environment for Financial Inclusion*, noviembre, disponible en: http://www.microfinancegateway.org/library/global-microscope-2014-enabling-environment-financial-inclusion

Fajardo, Carlos Jaime y Néstor Rodríguez Ardila (1980), "Tres décadas del sistema financiero colombiano, 1950-1979", en Mauricio Cabrera (compilador), *Sistema Financiero y Políticas antiinflacionarios*, Bogotá, Editorial Presencia.

Fedesarrollo (2015), "El bajo nivel de profundización del crédito de vivienda en Colombia," *Tendencia Económica*, No. 152, febrero.

Fernández Rivas, Javier (1990), "Un marco para el desarrollo del sector financiero," en Eduardo Lora (ed.), *Apertura y Modernización: Las reformas de los noventas*, Bogotá: Tercer Mundo.

Fernández Rivas, Javier (1994), *Sector Financiero: Motor del Desarrollo*, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.

Figueroa, Alejandro, Antonio Urdinola y Fernando Vélez (1999), "El Sector Financiero, sus perspectivas, necesidades de crecimiento y cambios institucionales," en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, 1979.

FMI (Fondo Monetario Internacional) (2013), "Colombia: Financial System Stability Assessment," *IMF Country Report*, No. 13/50, febrero.

Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2001), *Fogafín y la Recuperación de la Banca*, Documento presentado a la Convención Bancaria.

Fogafín (2009), *Crisis financiera colombiana en los años noventa: Origen, resolución y lecciones institucionales*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Fogafín (2015a), "Intervención en crisis financiera 1998-2008: Costos netos y necesidades de liquidez," Presentación en power point, febrero.

Fogafín (2015b), "Intervención en crisis financiera 1998-2008: Línea de tiempo," Presentación en power point, enero.

García, Nidia (2013), "¿Por qué es importante la educación económica y financiera para los bancos centrales?," *Reportes del Emisor*, No. 169, junio.

Gómez, Hernando José (1990), "Antecedentes y evolución del crédito de fomento en Colombia y su relación con el Banco Central", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XVIII.

González Muñoz, César y Amanda García (2002), "Una Visión Historiográfica del Sistema Financiero Colombiano 1923-2001", en Anif, *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*, Tomo I, Bogotá, Bogotá: Anif.

Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República (1982), "Controles monetarios y distorsiones estadísticas", *Ensayos sobre política económica*, No.1, marzo.

Hernández Gamarra, Antonio (1976), "Política de redescuento, 1950-1970", en Hernando Gómez O., Francisco J. Ortega y Patricia Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Fondo Cultural Cafetero, cap. 5.3.

Hernández C., Gerardo (2014), "Retos de la banca frente a las mejores prácticas internacionales recomendadas por Basilea", Presentación en la Asamblea de Anif, Superintendencia Financiera de Colombia, octubre 8.

Ibánez Najar, Jore Enrique (1990), "La reforma de 1951", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XII.

Jaramillo, Juan Carlos (1982), "El proceso de liberación del mercado financiero colombiano", *Ensayos sobre política económica*, No.1, marzo.

Kalmanovitz, Salomón y Mauricio Avella (1998), "Barreras del Desarrollo Financiero: Las Instituciones Monetarias Colombianas en la década de 1950", *Borradores de Economía No. 104*, Bogotá, Banco de la República. Reproducido en Salomón Kalmanovitz (comp.), *Ensayos sobre Banca Central en Colombia, Comportamiento Independencia e Historia*, Bogotá: Grupo Editorial Norma y Banco de la República, 2003.

Kindleberger, Charles P. y Robert Z. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 5ª edición, Houndmills: Palgrave.

Laeven, Luc y Fabián Valencia (2012), "Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Paper 12/163*, Junio.

Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, 35(2), junio.

López, Alejandro (1990), "El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XI.

Lora, Eduardo y Natalia Salazar (1995), *¿Podría repetirse 1982? Un análisis de los riesgos macroeconómicos y financieros en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo.

Martínez Neira, Nestor Humberto y José Miguel Calderón López (2003), "Un análisis de la regulación prudencial en el caso colombiano y propuestas para reducir sus efectos procíclicos," Serie financiamiento para el desarrollo, No. 126, febrero.

Marulanda, Beatriz (2005), "Del microcrédito a las microfinanzas en Colombia", *Coyuntura Económica 35 años*, Fedesarrollo, segundo semestre, pp. 249-254.

McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution Press.

Meisel Roca, Adolfo (1990), "El Banco de la República, 1946-1954 y la reforma de 1951", en en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XII.

Minsky, Hyman P. (1982), *Can "it" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Misión para la Transformación del Campo (2014), *Sistema nacional de crédito agropecuario: Propuesta de Reforma*, diciembre, disponible en: https://www.dnp.gov.co/programas/agricultura/Paginas/mision-para-la-transformacion-del-campo-colombiano.aspx

Ocampo, José Antonio (1989), "Ciclo Cafetero y el Comportamiento Macroeconómico en Colombia, 1940-1987", *Coyuntura Económica*, octubre y diciembre.

Ocampo, José Antonio (2003), "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries," en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Londres: Palgrave/Macmillan y UNU/WIDER, pp. 217-244.

Ocampo, José Antonio (2015a), "La crisis mundial y el cambio estructural (1929-1945)", en José Antonio Ocampo (comp.), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición actualizada, Bogotá, Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo, capítulo VI.

Ocampo, José Antonio (2015b), "Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy", en Mario Damill, Martín Rapetti and Guillermo Rozenwurcell (eds.), *Macroeconomics and Development: Roberto Frenkel and the Economics of Latin America*, Nueva York: Columbia University Press e Initiative for Policy Dialogue, cap. 11.

Ocampo, José Antonio (2015c), "Performance and Challenges of the Colombian Economy," en Jonathan D. Rosen y Bruce M. Bagley (eds.), *Colombia's Political Economy at the Outset of the Twenty-First Century: From Uribe to Santos*, Lanham: Lexington Books, cap. 1.

Ocampo, José Antonio, Catalina Crane y Stefano Farné (1990), "Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-1987," en Günther Held y Raquel Szalachman (eds.), *Ahorro y asignación de recursos financieros: experiencias latinoamericanas*, Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.

Ocampo, José Antonio y Santiago Montenegro (2007), "La crisis mundial de los años treinta en Colombia" en José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro, *Crisis mundial, protección e industrialización: Ensayos de historia económica colombiana*, 2ª edición, Bogotá: Grupo Editorial Norma, capítulo 2.

Ocampo, José Antonio, Mauricio Avella, Joaquín Bernal y María Errázuriz (2015), "La industrialización y el intervencionismo estatal (1945 -1980)", en José Antonio Ocampo (comp.), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición actualizada, Bogotá, Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo, capítulo VII.

Ocampo, José Antonio y Jonathan Malagón (2015), "Colombian Monetary and Exchange Rate Policies Over the Past Decade," *Comparative Economic Studies*, en prensa.

Ocampo, José Antonio y Carmen Astrid Romero (2015), "La búsqueda, larga e inconclusa, de un nuevo modelo (1981-2014)," en José Antonio Ocampo (comp.), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición actualizada, Bogotá, Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo, capítulo VIII.

Ortega, Francisco (1979), "Política monetaria y sector financiero", en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, cap. XIII.

Palacios Mejía, Hugo (1986), *Memoria de Hacienda*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.

Rojas, Carlos y Alejandro González (2008), *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio*, Anif, diciembre, disponible en: http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf

Salazar, Natalia (2005a), "Evolución y determinantes del margen de intermediación en Colombia", *Coyuntura Económica 35 años*, Fedesarrollo, segundo semestre, pp. 227-239.

Salazar, Natalia (2005b), "Represión financiera y márgenes de intermediación", *Carta Financiera*, No. 131, Anif, septiembre.

Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Shiller, Robert J. (2015), Irrational Exuberance, 3ª edición, Princeton: Princeton University Press.

Stiglitz, Joseph E. (2001), "Information and the Change of Paradigm in Economics," Conferencia al recibir el Premio Nobel de Economía, disponible en: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf

Stiglitz, Joseph E. y Bruce Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.

Superintendencia Financiera y Banca de las Oportunidades (2014), *Reporte de Inclusión Financiera 2013*, Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia.

Triffin, Robert (1944), "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", *Revista del Banco de la República*, agosto.

Urdinola, Antonio (1976), "El crédito de fomento y la banca comercial," en Hernando Gómez O., Francisco J. Ortega y Patricia Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Fondo Cultural Cafetero, cap. 7.3.

Uribe, José Darío (2013), "El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente," *Nota Editorial, Revista del Banco de la República*, No. 1023, enero.

Uribe, José Darío y Hernando Vargas (2002), "Financial Reform, Crisis and Consolidation: Colombia", *Borradores de economía*, Bogotá: Banco de la República.

Urrutia, Miguel (1999), "Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación," Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, No. 859, mayo.

Urrutia, Miguel, Diana Lizarazo y Carlos Caballero (2006), "Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia", en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, Parte I.

Urrutia, Miguel y Olga Namen (2011), "Historia del Crédito Hipotecario en Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica*, Vol. 30, No. 67, Bogotá, Banco de la República, 2011, reproducido como cap. 2 en Urrutia y Llano (2012) como "Crisis hipotecaria y financiera".

Urrutia, Miguel y Jorge Llano (2012), "La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia", en Miguel Urrutia y Jorge Llano, *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE), Universidad de los Andes, cap. 1.

Villar, Leonardo, David Salamanca y Andrés Murcia (2005), "Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003," *Desarrollo y Sociedad*, No. 55, primer semestre.

Villar, Leonardo, José Romero y César Pabón (2015), *Política cambiaria, monetaria y fiscal: ¿Ha aprendido Colombia a mitigar los efectos de las crisis?*, Programa Regional de Políticas Sociales en América Latina (SOPLA), Bogotá: Fedesarrollo.

Wiesner Durán, Eduardo (1978), "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia", en Eduardo Wiesner Durán (compilador), *Política económica externa de Colombia 1978*, Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia.

Zárate, Juan, Adolfo Cobo y José Gómez (2012), "Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financiera en Colombia," *Borradores de Economía*, No. 708, mayo.

Zuleta, Hernando (1997), *Una visión general del sistema financiero colombiano*, Borradores Semanales de Economía No. 71, Bogotá: Banco de la República.

Hasta mediados del 2007 fue Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales. Desde ese cargo dirigió el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU (Desa) y presidió el Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU. Con este nombramiento realizado por Kofi Annan, exsecretario general de la ONU, se convirtió en el colombiano que ha ocupado la más alta posición en la historia de las Naciones Unidas.

Antes de asumir estas funciones, fue Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, desde enero de 1998 hasta agosto de 2003, y se desempeñó en varios cargos en el Gobierno colombiano, incluyendo los de Ministro de Hacienda y Crédito Público, Director del Departamento Nacional de Planeación, y Ministro de Agricultura. Como académico, ha sido Director de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), profesor de las facultades de Economía de la Universidad de los Andes y de la Universidad Nacional. Igualmente, ha sido profesor visitante de las universidades de Cambridge, Yale y Oxford.

Es autor de múltiples libros y artículos sobre teoría y política macroeconómica, desarrollo económico, comercio internacional e historia económica. Actualmente, se desempeña como profesor de la Universidad de Columbia, Director de la Misión para la Transformación del Campo en Colombia y Presidente del Comité de Políticas de Desarrollo del Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas.

Portafolio

UNA HISTORIA DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

José Antonio Ocampo

Portafolio

CAN→ ASOBANCARIA
Promoviendo la confianza y solidez del sector financiero

DIRECTOR
Ricardo Ávila Pinto

AUTOR
José Antonio Ocampo

COORDINACIÓN EDITORIAL
Rosa María Cárdenas L.

GERENTE
Marylena Mendoza García

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN
DISEÑO DE CARÁTULA
R3

PRODUCCIÓN
Mario Benavides Sierra

PRESIDENTE EJECUTIVO
Santiago Castro

VICEPRESIDENTE TÉCNICO
Jonathan Malagón

DIRECTOR ECONÓMICO
Germán Montoya

PROFESIONAL MÁSTER
Carlos Ruiz

Impreso en Colombia
Printer Colombiana S.A.
Calle 64G # 88A - 30

PRIMERA EDICIÓN, JUNIO DEL 2015

ISBN: 978-958-706-320-2

Derechos de autor reservados ©Asobancaria.
Una publicación para ETCE© 2015

El Tiempo Casa Editorial S.A.
Ave. Calle 26 # 68B - 70
Teléfono: 2940100

Esta obra no puede ser reproducida total o parcialmente, o utilizada de ninguna forma o por medio alguno gráfico, mecánico o electrónico conocido o por conocer, sin autorización previa y escrita de El Tiempo Casa Editorial.

A.1549843

ÍNDICE

Presentación **5**

Prólogo **7**

Introducción **15**

Capítulo I. La era de fuerte intervención estatal en el sector financiero, 1951 - 1974 **29**

Capítulo II. Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero 1974 - 1990 **65**

Capítulo III. La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003 **103**

Capítulo IV. La gran expansión de la banca privada, 2004 - 2014 **147**

PRESENTACIÓN

Colombia ha experimentado importantes transformaciones en el último medio siglo. Un camino lleno de dificultades y grandes conquistas económicas y sociales, en el cual el PIB per cápita se multiplicó por tres y la pobreza se redujo a menos de la mitad, permitiendo que el país se convirtiera, gradualmente, en una sociedad de clase media.

En esta historia, no solo el sistema financiero, sino su gremio, Asobancaria, ha cumplido un papel fundamental. Si bien la entidad no ha ahorrado ningún esfuerzo en la defensa legítima de sus afiliados, su labor ha trascendido al aporte de propuestas y análisis encaminados a acelerar el progreso y el desarrollo de la nación. Sin embargo, ello no es suficiente en un país que requiere cada vez más y mejores estudios técnicos, que ayuden a enriquecer la calidad del debate sobre las políticas públicas para garantizar que la senda de crecimiento se mantenga estable.

Es por esto que Asobancaria se ha propuesto incrementar su ritmo de publicaciones, incluyendo, aparte de los informes periódicos, libros especializados que aborden distintas temáticas del resorte de nuestra industria. En este propósito, no podíamos comenzar esta nueva etapa de mejor manera que con una obra del reconocido economista colombiano José Antonio Ocampo. En su libro, Una Historia

del Sistema Financiero Colombiano, el autor no solo describe de forma rigurosa la evolución del sistema financiero desde 1951 hasta 2014, sino que evalúa sus principales hitos de una manera en la que solo podría hacerlo alguien que, como él, fue protagonista de esta.

El prólogo estuvo a cargo de uno de los más relevantes hacedores de política económica en el país: el dos veces ministro de Hacienda Roberto Junguito, quien presenta valiosos comentarios y aportes que hacen todavía más robusto el texto.

Para llevar a cabo este proyecto, en Portafolio encontramos un aliado insuperable. Por su objetividad y la oportunidad en la información es reconocido por su aporte al desarrollo económico y social del país. Su contenido económico, de finanzas y negocios, hace que, además, de ser un medio de consulta por parte de inversionistas, empresarios y expertos en temas económicos, se convierta en una herramienta de soporte para la toma de decisiones.

Tanto Asobancaria como Portafolio entienden la importancia de profundizar y dinamizar la divulgación académica e investigativa. Por ello, esta obra, sin duda, será referente obligado para los estudiosos del mundo financiero y de la historia económica de Colombia.

Santiago Castro Gómez
Presidente de Asobancaria

PRÓLOGO

La Asociación Bancaria y el diario Portafolio merecen una sincera felicitación por su iniciativa de encomendar la preparación, presentación y publicación de Una Historia Del Sistema Financiero Colombiano, 1951 - 2014, al reconocido economista e historiador José Antonio Ocampo. Desde el ámbito gremial, ello representa la continuación y consolidación del trayecto que dicha Asociación ha hecho para contribuir al análisis y la formulación de las políticas públicas mediante el debate académico. Al respecto, cabe resaltar que la Asociación Bancaria de Colombia, creada en 1936, fue promotora desde los años setenta de los simposios sobre el mercado de capitales, lo que, junto con las discusiones académicas en las convenciones anuales de la Asociación, han contribuido al conocimiento y diseño de la política monetaria y financiera nacional. Por su parte, Portafolio, como periódico económico, se ha distinguido por hacer un seguimiento diario del sector financiero colombiano y de las variables económicas domésticas e internacionales que lo afectan, como los movimientos de las tasas de interés y las tasas de cambio. Su participación en la iniciativa de publicar este libro es un reconocimiento por parte suya de la importancia y el papel que ha jugado dicho sector en el desarrollo económico del país. La elección de José Anto-

nio Ocampo como autor del trabajo que se presenta en este libro es supremamente acertada, dadas sus virtudes como uno de los más destacados economistas del país y gran historiador económico colombiano. Ocampo se distingue también como profesor académico de primera línea. Además, ha sido un conductor de la política económica colombiana y un permanente evaluador crítico del manejo económico y de las políticas públicas no solo de Colombia sino de América Latina.

Como lo explica José Antonio Ocampo en la introducción al libro, su trabajo se refiere estrictamente al sistema crediticio o de intermediación financiera, que es el núcleo de la actividad financiera. Al respecto, aclara que, aunque muchos autores definen la intermediación financiera como la canalización de recursos de los agentes que tienen excedentes de ahorro hacia los que los necesitan para financiar la inversión, la realidad es que la función principal de los agentes crediticios es intermediar la liquidez para facilitar transacciones comerciales de todo tipo, no intermediar el proceso ahorro-inversión, si bien juega un papel en este último empeño. En la obra también se hace referencia a la evolución del mercado de valores, pero, como lo reconoce el autor, otras importantes actividades financieras como los seguros y las pensiones no han sido sujetos de análisis en este título.

El enfoque conceptual del trabajo es supremamente interesante. Para Ocampo, es imposible escribir una historia financiera sin partir de la evolución macroeconómica del país que es, por lo tanto, la metodología que adopta en este trabajo. Agrega que, a pesar de que la actividad financiera está sujeta a riesgos de tipo microeconómico, como la mala asignación y la concentración del riesgo, sus mayores riesgos son de carácter macroeconómico y, en particular, los que se asumen cuando el crédito se amplía significativamente durante los auges. La relación entre los 'booms' de financiamiento externo y las crisis financieras internas, según Ocampo, ha sido una constante histórica, pese a que también señala que no todos los auges han terminado en crisis, sino solo aquellos que han finalizado con interrupciones súbitas del financiamiento externo. Como se detalla en los diferentes capítulos del libro, esta conexión entre auges de financiamiento y crisis financiera se evidenció durante la Gran Depresión; en los años ochenta, con la crisis de la deuda de América Latina, y a finales de los noventa, como consecuencia de la crisis asiática, que tuvo impacto adverso en la economía colombiana y contribuyó a la crisis financiera de finales de siglo. Más aún, es bien conocido por los historiadores económicos que la primera crisis financiera, ocurrida desde la independencia de América Latina, con impacto adverso en las economías de la región, tuvo origen en el sobreendeudamiento, en aras de financiar la guerra de independencia que registraron los países de América Latina, con los tenedores de bonos ingleses y holandeses. Ello se tradujo años más tarde en el incumplimiento de las obligaciones y en el cierre de los mercados de capitales externos por muchos años.

Luego de describir en cada capítulo el entorno macroeconómico nacional e internacional durante el respectivo periodo de análisis, Ocampo procede a analizar el marco institucional y regulatorio, la evolución del sector financiero, con particular atención en la profundización financiera, los cambios en la estructura y concentración del sector, y la evolución de la cartera del sistema bancario. El autor respalda sus análisis, apreciaciones y la descripción de lo sucedido en los diversos periodos, haciendo referencia a los trabajos de investigación adelantados en Colombia y, ante todo, en una amplia sustentación empírica contenida en cuadros y gráficos. El trabajo está bien escrito, es riguroso desde el punto de vista académico, se encuentra correctamente fundamentado y es, como cabría de esperar, polémico sobre lo sucedido en algunas etapas de la historia económica y financiera colombiana. Constituye, sin duda, una contribución muy importante a la historia económica colombiana y complementa e incluso controvierte la visión de algunos escritos anteriores.

Respecto a la estructura de la obra, se procede a desarrollar la historia del sector financiero colombiano en cuatro grandes capítulos, que cubren periodos claves de la historia económica financiera del país. El primer capítulo, La era de fuerte intervención estatal, 1951 - 1974, cubre desde la reforma financiera de inicios de los años cincuenta hasta finales de la administración Pastrana Borrero. El segundo capítulo, Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero, 1974 - 1990, abarca desde la reforma de 1974, de inicios de la administración López Michelsen hasta finales de la administración Barco y, más concretamente, hasta la etapa previa a la liberalización financiera de 1990, y analiza en profundidad la crisis financiera de mediados de los años ochenta. El tercer capítulo, La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003, estudia el desarrollo financiero de Colombia desde la liberalización comercial y financiera adoptada por la administración Gaviria hasta la denominada 'crisis de fin de siglo', ocurrida a mediados de la administración Pastrana Arango. El cuarto y último capítulo, La gran expansión de la banca privada, 2004 - 2014, cubre lo ocurrido en materia económica y financiera desde la segunda mitad de la primera administración Uribe Vélez hasta lo corrido de la segunda administración Santos Calderón.

El autor caracteriza La era de fuerte intervención estatal en el sector financiero, 1951 - 1974, materia de su primer capítulo, como una etapa de industrialización dirigida por el Estado. Ocampo señala que fue a partir de la década de los cincuenta y, en particular, de la reforma de 1951, cuando se adoptó un esquema estructurado

de intervención en el manejo crediticio. Argumenta que la reforma se cristalizó en una política de crédito dirigido hacia objetivos de desarrollo, en un manejo activo del encaje como instrumento de política monetaria y en una transición hacia un mayor control del Gobierno sobre las actividades del Banco de la República. Esta reforma fue complementada años más tarde con la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963, que eliminó definitivamente la participación de los representantes del sector privado en el manejo de la moneda y el crédito.

Según Ocampo, los tres elementos más importantes durante este periodo fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento. Para el autor, la evolución del sector financiero entre 1950 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, según el autor, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, evidenciado principalmente en el fomento de la banca estatal y la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados. Este capítulo termina con el tema del sistema de ahorro en valor constante Upac, establecido desde 1973 para financiar la vivienda, y analiza su impacto sobre las tasas de interés, el ahorro financiero y la estructura del sector. En términos del cambio o ruptura que este esquema representaba frente a la política vigente, el autor argumenta, desde una perspectiva histórica, en cuáles sentidos esta estrategia representaba continuidad y cambios en relación con la política de fomento hasta entonces imperante.

Sobre el segundo capítulo, Auge, crisis y búsqueda inconclusa de un nuevo modelo de desarrollo financiero, 1974 - 1990, cabe destacar que, según el autor, este fue un periodo de transición entre el modelo de fuerte intervención estatal que prevaleció en la economía y en el sector financiero hasta mediados de los años setenta, y el de mayor libertad para el funcionamiento de los mercados, que finalmente impuso la apertura económica de comienzos de los noventa. La síntesis del autor es que el sistema financiero colombiano, entre 1974 y 1990, estuvo determinado por las primeras medidas de liberalización comercial y financiera adoptadas en 1974 por la administración López Michelsen y de 1979 a 1980 en el periodo de Turbay Ayala, pero más por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta, como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente al cierre del ciclo de análisis. De acuerdo con los resultados de Ocampo, en el conjunto del periodo, la profundización financiera no avanzó de forma significativa, en particular por los retrocesos experimentados durante la crisis financiera de 1982 a 1986. Los principales indicadores de la cartera crediticia (calidad y rentabilidad) se vieron, del mismo modo, fuertemente afectados por la crisis, aunque para finales del periodo ya presentaban una estabilización, acompañada ahora de un fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial.

Finalmente, la desconcentración del sistema y la oficialización (en cierto sentido indeseada) de la banca, fueron, según el autor, los otros fenómenos connaturales a la evolución del sistema crediticio durante este periodo. Según Ocampo, la justificación básica de la reforma de 1974, como las que le sucederían en 1979-1980, fue que la excesiva intervención del Gobierno en la determinación de las tasas de interés y en la asignación del crédito, estaba frenando el desarrollo del sector financiero. Esta fue la etapa en la que el tema de la represión financiera se puso de moda con los trabajos de McKinnon, así como de Gurley y Shaw, que fueron materia de discusión en los simposios del mercado de capitales en la primera mitad de los setenta. Sobre lo ocurrido, entonces, cabe destacar que el autor hace un buen análisis de los factores de auge crediticio y de financiamiento externo privado de finales de los setenta, que precipitaron la crisis financiera de mediados de los ochenta, así como de las medidas de orden macroeconómico y de saneamiento financiero, adoptadas en la administración Betancur para hacer frente a la crisis. Quizás habría sido instructivo profundizar en mayor grado sobre el programa de ajuste adelantado con el esquema de monitoría del Fondo Monetario Internacional, y la importancia de medidas para el sector bancario y corporativo mediante la Resolución 33 de 1984, lo que facilitó cumplir con el servicio de la deuda externa del sector privado en un periodo de escasez de divisas, cierre de los mercados internacionales y devaluación acelerada de la tasa de cambio.

En el capítulo tres, La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990 - 2003, el autor destaca en su introducción que desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo un impacto directo sobre el sistema financiero, que fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de

descentralización para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la Carta Política. Para Ocampo, lo más significativo de este periodo de auge y crisis fue que, tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano dio virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras que en los años posteriores a la liberalización se presentó una euforia sin precedentes, a finales se produjo una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros, según precisa el autor, se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino también de los rendimientos y calidad de los créditos otorgados. El sector experimentó, además, cambios estructurales profundos y acelerados, en particular el retorno del protagonismo de la banca privada; un acelerado proceso de privatización, matizado por la permanencia de bancos de desarrollo, organizados ahora de forma independiente del banco emisor, y un proceso de concentración que rompió medio siglo de una tendencia a la desconcentración de la actividad crediticia, y que estuvo acompañado, especialmente durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración del sistema financiero, de acuerdo con el libro, tuvo como eje la formación de conglomerados financieros, cuyo papel se profundizó durante el periodo más reciente de la historia financiera del país –al cual se dedica el último capítulo de la obra–. En este, el autor adelanta un excelente análisis de la incidencia de la política macroeconómica, y particularmente de la expansión del gasto público a inicios de la década, y en el auge económico y crediticio que incidió en el posterior colapso financiero, que se conoce como la 'crisis de fin de siglo'. Asimismo, su examen de las causas y medidas para enfrentar la crisis financiera es profundo y convincente. Sin embargo, habría sido útil, en el contexto del capítulo, que el autor hubiera analizado y reflexionado sobre la incidencia que pudo haber tenido en el comportamiento de las variables económicas y en el sector financiero factores como el narcotráfico, la inseguridad interna y la falta de gobernabilidad tanto durante la administración Samper como en la de Pastrana Arango en esos años.

En el capítulo cuatro, La gran expansión de la banca privada, 2004 - 2014, Ocampo concluye que los años posteriores a la crisis de fin del siglo constituyen la fase más exitosa de la banca privada colombiana. No obstante, destaca que no todo ha representado, sin embargo, una edad de oro del desarrollo financiero. La crisis de financiación de vivienda, a su juicio, no ha sido plenamente superada y los problemas de acceso al financiamiento de amplios sectores siguen siendo considerables. La altísima concentración del ramo es un elemento de preocupación y los márgenes de intermediación siguen siendo altos. También señala que hay nuevos retos en materia de regulación, entre ellos los que representan la alta concentración y la inversión en el exterior de los principales grupos financieros. Su resumen para este periodo es que el sistema financiero colombiano ha estado caracterizado por un notable proceso de profundización durante la última década, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque generando una fuerte concentración del sector. Agrega que, debido a los avances en materia regulatoria, el país mostró además fortaleza en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. De igual manera, destaca los avances en materia de extensión de plazos de los créditos durante en el último lustro y de aumento de la bancarización a través de diferentes instrumentos. Para Ocampo, el elemento más negativo ha sido el retraso considerable en la cartera hipotecaria, que no ha superado, 15 años después, los efectos de la crisis de finales del siglo XX. En términos de recomendaciones y de cara al futuro, el autor considera perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. En esta materia, a su juicio, han surgido nuevos retos, asociados a los altos niveles de concentración y la presencia creciente de los grandes conglomerados financieros nacionales en el exterior. Para el autor, subsisten, además, interrogantes sobre el rápido crecimiento del endeudamiento externo en el último lustro y los efectos que puede tener de presentarse una nueva interrupción súbita del financiamiento externo, situación que, en cualquier caso, no parece muy probable en el momento de escribir estas líneas. Así mismo, es indispensable continuar con los programas encaminados a aumentar la bancarización, ya que está demostrado que puede ser un vehículo efectivo para disminuir la pobreza y aumentar el bienestar de la población colombiana. Quizás el tema de la vulnerabilidad de la economía colombiana ante el comportamiento de los precios del petróleo y el impacto del proceso de paz en la economía, particularmente en el sector rural colombiano, y sus interrelaciones con la política monetaria y financiera, habría podido tener tópico de mayor análisis y reflexión en este último capítulo del libro.

No podría terminar este prólogo sin agradecer a la Asociación Bancaria de Colombia el honor que me hace al solicitarme escribir estas líneas sobre este magnífico libro, y sin felicitar, una vez más, a su autor, José Antonio Ocampo, por esta nueva contribución a la literatura económica colombiana. Estoy seguro de que este trabajo va a ser referencia obligada para todos los economistas colombianos en las universidades y por aquellos interesados en entender la historia del sector financiero del país.

Roberto Junguito Bonnet

INTRODUCCIÓN

Este libro presenta una breve historia del sistema financiero colombiano desde la reforma financiera de 1951. Se refiere estrictamente al sistema crediticio o de intermediación financiera, que es, podría decirse, el núcleo de la actividad financiera. Hay otras entidades y actividades que aquí no se cubren, entre ellas las compañías de seguros y los almacenes generales de depósitos, cuya historia se remonta a finales del siglo XIX y comienzos del XX, respectivamente. Tampoco abarca los fondos de pensiones, cesantías y de inversión, que han tenido un desarrollo notorio desde los años noventa del siglo pasado (Uribe, 2013). Además, solo se aborda de manera marginal el papel de las bolsas de valores, que en materia de financiamiento accionario tuvieron un papel en los orígenes de la industrialización colombiana y que han experimen-

tado un auge de mayor alcance en la última década; estos, no obstante, jugaron un rol secundario durante la mayor parte del largo periodo que se analiza aquí, ya que perdieron peso desde mediados del siglo XX, especialmente desde los años setenta (Carrizosa, 1986), excepto como mecanismo de liquidez para diferentes títulos públicos (Certificados de Cambio, Certificados de Abono Tributario y TES).

Muchos autores definen la intermediación financiera como la canalización de recursos de los agentes que tienen excedentes de ahorro hacia los que los necesitan para financiar la inversión. Esta caracterización es incorrecta. La función principal de los agentes crediticios es intermediar *liquidez* para facilitar transacciones comerciales de todo tipo, no intermediar el proceso ahorro-inversión, aunque, sin duda juegan un papel parcial en este último. De hecho, surgieron históricamente para facilitar el comercio y darles liquidez a empresas de gran tamaño, así como para financiar los gobiernos (entre otras cosas para sus actividades bélicas). Con el tiempo, ayudaron también a financiar la inversión, la adquisición de vivienda y el consumo, tanto corriente como duradero.

Para proporcionar liquidez a los agentes que la necesitan, captan en el mercado dinero (cuentas corrientes) y cuasidineros (cuentas de ahorro, a término o bonos). Los segundos se denominan muchas veces 'ahorro financiero', pero los activos que los conforman son totalmente diferentes a lo que constituye el ahorro en el sentido económico del término, que es la decisión de no consumir un ingreso corriente. El llamado ahorro financiero es, además, un acervo, en tanto que el ahorro es un flujo. Gran parte de este último se canaliza directamente al financiamiento de la inversión, sin pasar por una operación crediticia; este es, en particular, el caso del ahorro del Gobierno, de las empresas (utilidades retenidas) o los recursos que los hogares destinan a pagar las cuotas iniciales de sus viviendas, todos los cuales juegan un papel esencial en el financiamiento de la inversión.

La literatura económica le da gran importancia al desarrollo crediticio o financiero (términos que utilizaré como sinónimos en esta obra, con la anotación ya hecha) como facilitador del crecimiento económico. Existe evidencia clara de una fuerte asociación entre el ingreso per cápita de los países y la profundización financiera (los activos o el crédito que conceden los intermediarios financieros como proporción del PIB), así como de una correlación positiva entre profundización financiera y crecimiento económico (véase un tratamiento ya clásico de este tema en Levine, 1998). Como esta literatura no encuentra correlación entre profundización financiera y ahorro o inversión, la explicación básica debe buscarse en la forma como la disponibilidad de crédito facilita la realización de múltiples

actividades comerciales y productivas o, lo que es equivalente, reduce la cantidad de agentes cuyas decisiones no se pueden realizar debido a restricciones de liquidez, y por esta vía incrementa la eficiencia del sistema económico.

El principal riesgo asociado al desarrollo financiero son las fluctuaciones económicas a las que da lugar, ya que es una actividad sujeta a fuertes ciclos de auge y retracción, que en el primer caso pueden resultar en verdaderas euforias y en el segundo, en pánicos. El tratamiento clásico de este tema es el que proporcionó hace varias décadas el gran economista e historiador económico Charles Kindleberger (véase una reedición de su obra clásica en Kindleberger y Aliber, 2005). Reinhart y Rogoff (2009) han suministrado una versión contemporánea.

La razón básica de ello es que la actividad financiera se relaciona con operaciones que involucran el futuro. Como este último es desconocido, son actividades inherentemente riesgosas, y los agentes económicos basan sus decisiones en las expectativas sobre lo que consideran el comportamiento previsible de la actividad económica o, en términos de la actividad financiera, en las expectativas sobre el comportamiento de los agentes a los cuales facilitan sus recursos. El papel de las expectativas en los ciclos financieros y económicos fue, por supuesto, uno de los temas centrales de la revolución keynesiana y la naturaleza de los ciclos que se generan ha sido analizada por muchos autores, pero con particular agudeza por Minsky (1982). Las expectativas se forman, en parte, con base en una evaluación de los 'fundamentales' de la economía, el tema esencial que involucró la contrarrevolución keynesiana con su énfasis en las 'expectativas racionales', aunque también tienen un evidente elemento de franca irracionalidad, como lo ha resaltado con fuerza en épocas contemporáneas Shiller (2015). Existe, en efecto, amplia evidencia de que a lo largo del ciclo los agentes financieros alternan entre el 'apetito por el riesgo' (que incluye un evidente elemento de subestimación de riesgos) y la 'fuga hacia la calidad' (aversión al riesgo), y que las percepciones y expectativas de los agentes se retroalimentan, generando primero un contagio de optimismo y posteriormente uno de pesimismo. Las asimetrías de información que caracterizan los mercados financieros (véase más adelante), el uso de modelos similares de evaluación de riesgos y ciertas prácticas del mercado (el referenciamiento competitivo, en particular, o sea la tendencia de los agentes a comportarse como sus competidores), tienden a acentuar el contagio en ambas fases del ciclo económico.

Los ciclos son más fuertes en el caso de los agentes que el mercado considera más 'riesgosos' y, que, por lo tanto, reciben financiamiento abundante durante los auges, pero experimentan en muchas ocasiones 'interrupciones súbitas' de dicho

financiamiento durante las crisis[1]. Esta es la situación de las economías emergentes y en desarrollo, en los mercados financieros internacionales. Una de las implicaciones más importantes de ello es que los ciclos financieros de estas economías están íntimamente relacionadas con los ciclos de financiamiento internacional, una observación que ha sido corroborada para Colombia por Villar, Salamanca y Murcia (2005); Urrutia, Caballero y Lizarazo (2006) y Ocampo y Romero (2015), entre otros. Esta asociación entre ciclos de financiamiento internacional y los del financiamiento interno y la actividad productiva, así como la que existe entre los ciclos de precios de productos básicos y la actividad económica, son los elementos centrales de lo que he venido a denominar la 'dominancia de la balanza de pagos' en el comportamiento de las economías emergentes (Ocampo, 2015b).

Una de las implicaciones del análisis anterior es que es imposible escribir una historia financiera sin partir de la evolución macroeconómica del país; esta es la metodología que se adopta, por lo tanto, en este trabajo. Otra, con importantes implicaciones de política económica, es que, aunque la actividad financiera está sujeta a riesgos *micro*económicos (mala asignación y concentración del riesgo), sus mayores riesgos son de carácter *macro*económico y, en particular, los que se asumen cuando el crédito se amplía significativamente durante los auges. Por eso, más allá de la necesidad de una buena regulación microeconómica, es esencial contar con apropiada regulación macroprudencial, que debe comprender en particular regulaciones anticíclicas tanto a las operaciones del sistema financiero como a los flujos de capital internacionales. Este concepto se remonta a análisis realizados a comienzos de la década pasada[2], pero solo se insertó firmemente en las prácticas de la política económica como parte de las respuestas a la crisis del Atlántico Norte de 2007 - 2009[3]. Estas normas anticíclicas deben aplicarse de forma complementaria a las regulaciones que establecen el patrimonio, las provisiones y la liquidez que deben mantener los intermediarios financieros, así como las prohibiciones o límites para realizar cierto tipo de operaciones.

Otro problema inherente al sector financiero son las fallas de mercado asociadas a las asimetrías de información, o sea la información muy diferente con la que

1 El término 'interrupciones súbitas' (*sudden stops* en inglés) se debe a Rudiger Dornbusch, en un ensayo escrito en 1994 en relación con la crisis mexicana de entonces (Dornbusch and Werner, 1994), pero ha sido popularizado a raíz de los trabajos de Guillermo Calvo (ver, por ejemplo, Calvo, 1998).

2 Veánse mis contribuciones tempranas a este debate en Ocampo (2003).

3 Este es un término más apropiado que el de crisis financiera internacional porque, aunque sus repercusiones fueron globales, la crisis se concentró en Estados Unidos y Europa Occidental.

cuentan los dos tipos de agentes que se involucran en una transacción financiera, deudores y acreedores (Stiglitz, 2001; Stiglitz y Greenwald, 2003). Debido a la mayor información con la que cuentan los primeros en relación con los segundos, los intermediarios financieros pueden optar por racionar (no otorgar crédito) a agentes sobre los cuales cuentan con poca información, su adquisición es costosa, o simplemente desconfían de ella. Los intermediarios pueden, por supuesto, diseñar sus propios instrumentos para mitigar este problema, el más importante de los cuales es el conocimiento individual de los clientes, especialmente de aquellos con los cuales han trabajado a lo largo del tiempo, pero también registros disponibles sobre la experiencia crediticia de los clientes con el conjunto del sistema financiero.

Las fallas de mercado son particularmente importantes para dos tipos de operaciones: las de largo plazo y las que involucran a pequeños deudores. En el primer caso, el problema se ve acrecentado si los intermediarios financieros manejan en lo fundamental pasivos de corto plazo (cuentas a la vista o depósitos a término de plazos no muy largos). Por eso, los préstamos de largo plazo involucran el riesgo inherente a la transformación de plazos que los intermediarios deben realizar y pueden llevar al racionamiento, o escasa disponibilidad de financiamiento de largo plazo, o a la práctica muy arraigada de manejarlo a través de la rotación más o menos automática de créditos de corto plazo. En este último caso, el problema no desaparece, sino que se desplaza a los deudores y, por el riesgo que involucra para ellos, puede llevarlos a reducir los niveles de inversión. La solución óptima es desarrollar un mercado de títulos financieros de plazos largos que sean la contrapartida de los créditos correspondientes, pero este es un desarrollo que se da con gran rezago y muchas veces de forma incompleta.

En el caso de los pequeños deudores, aparte de los problemas de información, el alto costo de transacciones individuales en relación con el monto de las deudas tiende, además, a elevar las tasas de interés de los préstamos correspondientes (aunque más bajas que las que cobran los usureros a los cuales tendrían que acudir si no consiguen créditos formales). Un problema adicional de acceso es el de contar con servicios financieros en todo el territorio nacional, una función que históricamente asumió una entidad oficial, la Caja Agraria (hoy Banco Agrario), pero que ha sido apoyado en épocas recientes, especialmente en materia de pagos, con nuevos instrumentos como los corresponsales bancarios o transacciones a través de teléfonos celulares.

Debido a estas dos fallas de mercado, la solución que se impuso en el pasado fue una mezcla de tres tipos de acciones: (i) obligar a los intermediarios financieros

a otorgar determinados tipos de crédito que las autoridades económicas consideraban que eran suministrados en forma insuficiente, apoyando dicha obligación con el redescuento de una parte de dichas operaciones en el Banco de la República; (ii) usar al banco central como instrumento de transformación de plazos, bajo el supuesto, obviamente correcto, de que dichos riesgos eran menores para una entidad de alcance nacional y, especialmente, para aquella que tiene la capacidad de crear dinero, y (iii) crear bancos oficiales para proporcionar financiamiento a sectores o agentes que, de acuerdo con las autoridades, no sería suministrado por los intermediarios privados de forma adecuada. Estas regulaciones estuvieron acompañadas de prioridades sectoriales claras que, como veremos, beneficiaron a los sectores agropecuario e industrial, a las exportaciones no tradicionales y a la vivienda de grupos sociales de medianos y bajos ingresos.

Los mecanismos correspondientes de crédito dirigido e inversiones forzosas constituyeron la etapa que los críticos vinieron a denominar con el término, claramente peyorativo, de 'represión financiera', es decir, de fuerte intervención estatal, que de acuerdo con estas críticas impedían el desarrollo del sector. Uno de los elementos centrales de la historia financiera es, por lo tanto, la del surgimiento de múltiples formas de intervención estatal, así como de su desmantelamiento posterior para permitir un espacio más amplio a las actividades de los agentes privados. Esta es también una historia de creación de bancos oficiales y su posterior privatización. En el caso colombiano, se entrelaza, a su vez, con la transición del modelo de intermediarios financieros especializados que impuso la Misión Kemmerer en 1923 y con el surgimiento desde los años noventa de la multibanca, organizada, en gran medida, en torno a conglomerados financieros. Como las viejas formas de intervención exigieron que el Banco de la República ejerciera tanto funciones de banco central como de fomento, es también la historia de cómo se separaron eventualmente dichas funciones, aunque manteniendo algunas instituciones de fomento organizadas como bancos de desarrollo de segundo piso (de redescuento).

La liberalización financiera hizo evidente los fuertes ciclos que generan los sectores financieros privados y las crisis financieras a las cuales pueden dar lugar y, por lo tanto, que algunas restricciones a la actividad eran más necesarias para la estabilidad del sector de lo creían los defensores de la apertura. Puede decirse que una de las virtudes de la 'represión financiera' es que era mucho menos vulnerable a este problema, una observación que hizo evidente Díaz-Alejandro (1985) en el título de uno de sus ensayos más lúcidos, referido a la crisis financiera de las economías del Cono Sur a comienzos de los años ochenta: 'Adiós represión financiera, hola colapso financiero' (*Good-bye financial repression, hello financial crash*). Por eso, al mismo tiempo que se redujo la 'carga regulatoria' asociada al crédito dirigido y los altos encajes (para utilizar el término de Carrasquilla y Zárate, 2002), tuvo que desarrollarse una nueva carga regulatoria de carácter más indirecto para evitar las crisis, que abarcara regulaciones más estrictas en términos de patrimonio (que en las visiones tradicionales de regulación deben cubrir las pérdidas inesperadas de las entidades), provisiones (para cubrir las pérdidas esperadas) y liquidez de los intermediarios financieros, y que pueden incluir también prohibiciones o límites para realizar cierto tipo de operaciones. En el caso colombiano, por ejemplo, existen límites de vieja data a la posición propia en monedas extranjeras que pueden mantener los intermediarios. También tuvieron que desarrollarse mecanismos para financiar el costo de los rescates de los sistemas financieros durante las crisis.

* * * * *

La historia que se cuenta aquí está, por lo tanto, atravesada por seis temas interrelacionados: la profundización financiera, los ciclos financieros y su relación con los macroeconómicos, la canalización de crédito a sectores priorizados, la estructura de plazos, el acceso al financiamiento y la evolución de las normas regulatorias. He dividido esta historia en cuatro grandes fases, que se elaboran en sendos capítulos, en los cuales se discute primero el contexto macroeconómico, seguido por el análisis de los cambios institucionales y, finalmente, las características más destacadas del desarrollo de las entidades crediticias.

La primera etapa abarca desde la reforma financiera de 1951 (aunque con sus antecedentes, que se remontan a los años treinta) hasta la primera liberalización, la de 1974. Una alternativa hubiese sido cerrar el capítulo con la creación del sistema Upac. Sin embargo, como se explica en el capítulo, este sistema tuvo tanto elementos de continuidad como de discontinuidad con el régimen previo. El segundo capítulo cubre desde la reforma de 1974 hasta la antesala de la de 1990. El tercero comprende desde la liberalización más radical de comienzos de los años noventa hasta la fuerte crisis de finales del siglo XX. La cuarta se refiere a la gran expansión de la banca privada durante la última década.

Es útil tener como referencia dos grandes fotografías de largo plazo del desarrollo del sector. La primera es la del avance de la profundización financiera a lo largo de casi un siglo. La serie correspondiente, que se presenta en la parte superior del gráfico 0.1 (pág. 23), muestra la proporción de los activos que manejan los intermediaros como proporción del Producto Interno Bruto (PIB). Esta serie de activos se prefiere en este libro a la de colocaciones o de cartera,

porque ha sido posible reconstruirla para todos los agentes crediticios, en tanto que las series usadas en estudios anteriores de colocaciones excluyen algunos bancos públicos (la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario) durante una gran parte del periodo[4].

Como lo indica este gráfico, la profundización financiera avanzó sustancialmente, tanto durante el periodo de 'represión' como en los de liberalización financiera: 25 puntos del PIB en el primer caso (de 17,5% en 1950 a 42,8% en 1974) y 31 puntos en el segundo (al 73,6% en 2014); si se mira en términos de la cartera neta del sistema, los registros correspondientes fueron 11,5% del PIB en 1950, 26,1% en 1974 y 40,8% en 2014. En el caso de los activos, el crecimiento fue más acentuado en términos relativos en el primer periodo, pero más fuerte en términos absolutos en el segundo. En el caso de la cartera neta, el crecimiento fue nuevamente más rápido en términos relativos en el primer periodo y muy similar en ambos. Lo que estas observaciones indican es que una proporción más alta de los activos tendió a prestarse en el primero en relación con el segundo periodo (64,4% en 1950-1974 versus 52,4% en 1975-2014 y una proporción ligeramente más baja si solo se contabiliza desde las reformas de comienzos de los noventa).

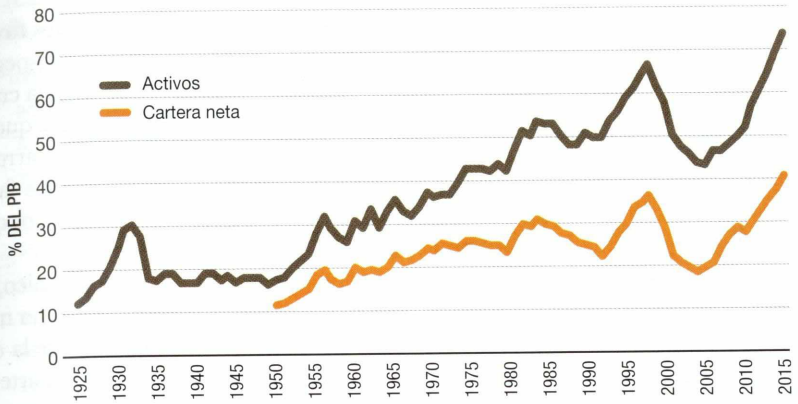
No es cierta, por lo tanto, la apreciación de Urrutia, Caballero y Lizarazo (2006) según la cual la excesiva intervención estatal bloqueó la profundización financiera. Más bien, la logró a través de la creación de un conjunto creciente de entidades especializadas, primero bancos oficiales y posteriormente nuevos tipos de agentes privados (corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda). Durante la fase más reciente de liberalización, el aumento de la profundización terminó descansando sobre la consolidación de un tipo de intermediario: los (multi) bancos privados. Uno de sus resultados fue la mayor concentración del sector financiero, en contra de las tendencias que prevalecieron hasta relativamente tarde (mediados de los años noventa).

Una característica adicional de las distintas etapas de desarrollo financiero se refiere a la importancia de los diferentes pasivos del sistema. Durante la primera etapa predominaron las captaciones de cuentas corrientes, que hacen parte del

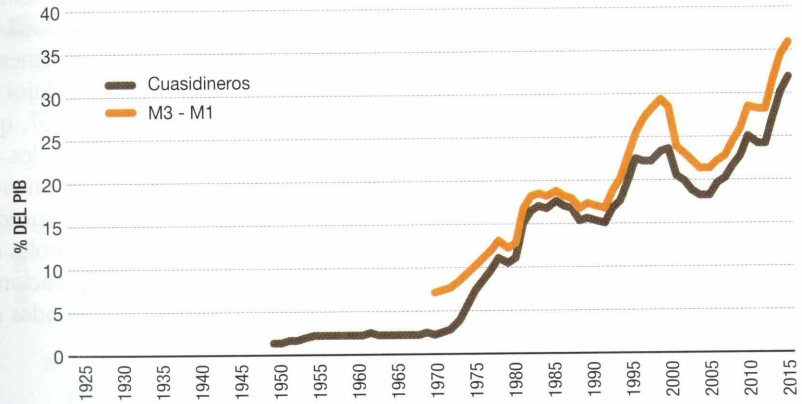
4 Este es un problema de las series de la Asociación Bancaria hasta 1988, que ha sido posible corregir para los activos gracias a los datos que me facilitó Mauricio Avella. Dicho sea de paso, implica que algunos de los escritos que han utilizado las series tradicionales de la Asociación (muy especialmente Urrutia, Caballero y Lizarazo, 2006) tienen errores asociados a este problema. Como ha sido imposible reconstruir las series de colocaciones o cartera neta para todos los años, solo se analizan para los dos periodos más recientes en este trabajo.

GRÁFICO 0. 1 | Profundización financiera y cuasidineros

A. Activos del sistema financiero como % del PIB



B. Cuasidineros como % del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA Y EL BANCO DE LA REPÚBLICA. LA CARTERA NETA HA SIDO REESTIMADA PARA 1988 Y EXCLUYE AL BCH EN 1989-1994. LOS CUASIDINEROS INCLUYEN CUENTAS DE AHORRO Y CDTS, EN PESOS O EN UPAC. M3-M1 INCLUYE TAMBIÉN OTROS PASIVOS NO SUJETOS A ENCAJE (BONOS, DEPÓSITOS FIDUCIARIOS Y REPOS CON EL SECTOR REAL).

dinero, en tanto que los cuasidineros tuvieron muy escaso desarrollo, especialmente por los escasos rendimientos que se ofrecían: el principal tipo de cuasidinero de la época, las cuentas de ahorro. Pero también del desarrollo insuficiente de otros (las cédulas hipotecarias y los bonos) (véase la parte inferior del gráfico 0.1, pág. 23). La contrapartida de ello fue que hasta los años sesenta los portafolios privados tuvieron un peso predominante de propiedad accionaria (Carrizosa, 1986). El despegue de los cuasidineros tuvo lugar en los años setenta y estuvo asociado tanto a la creación del sistema Upac como al inicio del cuarto de siglo de inflación inercial, que se inició en 1973 y que redujo sustancialmente la demanda de dinero[5]. El desarrollo y la diversificación de los cuasidineros es una característica notable de las fases posteriores de liberalización financiera, y de hecho uno de sus objetivos básicos que impusieron las autoridades en los procesos de reforma correspondientes.

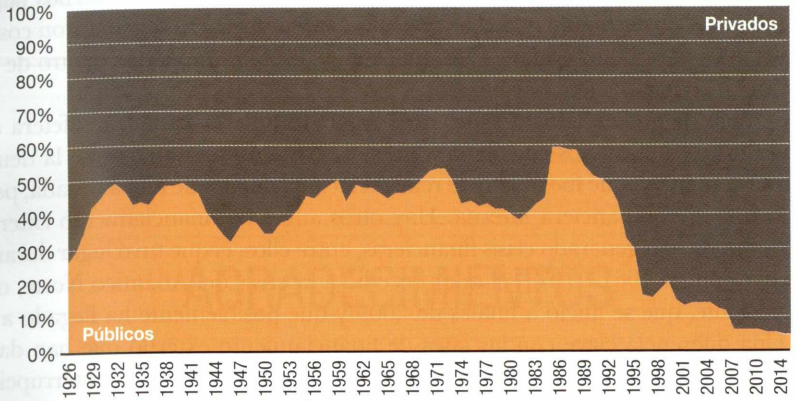
Otra característica, que corresponde al comportamiento macroeconómico, es el fuerte patrón cíclico al cual ha estado sujeto el sector. Este ha sido mucho más acentuado después de las liberalizaciones financieras de lo que fue durante la era de fuerte intervención estatal en el sector, particularmente en el caso de la cartera, como muestra claramente la parte superior del gráfico 0.1[6], (pág. 23). Como ya se anotó, este comportamiento está asociado en gran medida a fuertes ciclos de financiamiento internacional. En esta materia son claves, por supuesto, las decisiones sobre permitir o no que la abundancia de financiamiento externo se transmita internamente, así como la magnitud de las reservas internacionales disponibles para moderar las fases de contracción correspondientes. Por eso, otro elemento de 'represión financiera', los controles de cambios y, especialmente, a los flujos de capital, entre los que se destaca en Colombia el Decreto Ley 444 de 1967, que contribuyó históricamente a la estabilidad financiera. La transmisión de los ciclos de financiamiento internacional ha sido, por lo tanto, mucho más acentuada durante los periodos de liberalización financiera y, especialmente, el que sucedió a la de comienzos de los años noventa, cuando se desmontaron los controles de cambio y se liberalizaron los flujos de capital, aunque sujetándolos a regulaciones (especialmente encajes al endeudamiento externo) durante algunos periodos de abundancia de capitales externos.

5 Cabe decir que, debido a la reducción de la demanda de dinero, en una primera fase, el aumento de los cuasidineros fue, en parte, una sustitución de cuentas no remuneradas por remuneradas, más que una verdadera profundización financiera.

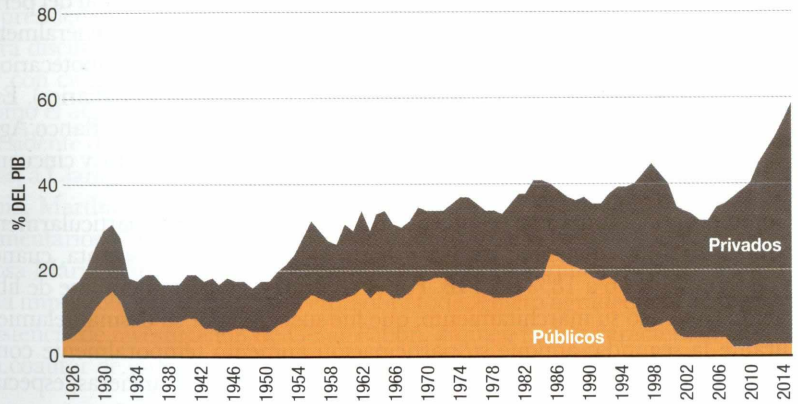
6 En particular, la desviación estándar de la relación cartera neta a activos fue de 5,1% en 1975 - 2014 versus 2,8% en 1950 - 1974.

GRÁFICO 0. 2 | Composición del sistema bancario por activos: entidades públicas vs. privadas

A. Composición del sistema bancario



B. Activos de entidades públicas y privadas como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

Tres auges de financiamiento externo han terminado en crisis financieras internas: a comienzos de los años treinta (antes de nuestro periodo de análisis), a mediados de los ochenta y a finales de los noventa. Las tres requirieron una compleja intervención del Estado, que fue diferente en cada caso. La de los años treinta coincidió con una moratoria de la deuda externa, que incluyó la que habían adquirido los bancos hipotecarios y por ello los acreedores externos pagaron los costos correspondientes. Las dos más contemporáneas sí generaron costos importantes para la autoridades aunque, como veremos, modestos dentro de los patrones internacionales.

El auge de endeudamiento que tuvo lugar durante la bonanza cafetera del primer lustro de los años cincuenta, también terminó en una crisis de la deuda externa comercial, que fue objeto de renegociación a finales de dicha década, pero no en una crisis financiera interna. Hay otros auges de financiamiento externo que tampoco han generado crisis financieras, entre ellos, el que tuvo lugar durante la expansión de 1967 - 1974, el que precedió a la crisis del Atlántico Norte, o el más reciente, que se inició a finales de 2009 y que posiblemente ha llegado a su fin. Una diferencia clave con las fases de financiamiento externo que han dado lugar a crisis es que ninguno de estos episodios ha terminado en una interrupción súbita del financiamiento externo; de hecho, algunos han sido sucedidos por un nuevo auge.

La segunda fotografía de larga duración que quiero mostrar en esta introducción es la importancia variable de la banca oficial, que se muestra en el gráfico 0.2 (pág. 25). Desde finales de los años veinte del siglo pasado, hasta el final del periodo de fuerte intervención estatal, los bancos oficiales concentraron generalmente entre el 40 y el 50% de los activos bancarios (incluyendo los bancos hipotecarios y corporaciones de ahorro y vivienda, pero excluyendo otros intermediarios). Esto se debe a la secuencia de bancos oficiales creados en los años veinte (Banco Agrícola Hipotecario), treinta (Caja Agraria y Banco Central Hipotecario) y cincuenta (Bancos Popular, Cafetero y Ganadero).

Como proporción del PIB, el ascenso de la banca oficial fue particularmente notorio en los años cincuenta, sesenta y hasta comienzos de los setenta, cuando pasó de representar 6 a 18% del PIB. Por el contrario, en la primera fase de liberalización comenzó su marchitamiento, que fue sucedida por su desmantelamiento durante la segunda, aunque su participación aumentó temporalmente como resultado de las oficializaciones realizadas durante las crisis financieras, especialmente la de los ochenta, cuando se oficializó el intermediario privado más grande de la época, el Banco de Colombia. Subsistió una entidad oficial de primer piso, el Banco Agrario, pero también una red de bancos de desarrollo de segundo piso (cuyos activos no se incluyen el gráfico 0.2, pág. 25). La subsistencia de esa red es una característica particular de la liberalización financiera colombiana, aunque constituida como entidades separadas de las operaciones del Banco de la República, cuyas actividades se concentraron exclusivamente en las de banca central desde la Constitución de 1991.

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer a los presidente y vicepresidente técnico de la Asobancaria, Santiago Castro y Jonathan Malagón, por haberme solicitado escribir esta obra, como parte de las celebraciones de los cincuenta años de la Convención Bancaria. También agradezco al superintendente Financiero, Gerardo Hernández, y a la presidenta de Fogafín, María Inés Agudelo, por el tiempo que me dedicaron para discutir los temas de sus carteras. A Juan Carlos Jaramillo por leer y comentar con cuidado los borradores, y a Roberto Junguito, exministro y protagonista (como el autor de estas líneas) de parte de esta historia. A Diego Fernando Prieto, presidente del Banco Caja Social; a Mauricio Avella, gran historiador de estos temas; a Clark Junior Grange, analista de asuntos corporativos de Fogafín, a Carlos Ruiz, Martha Rodríguez y otros funcionarios de la Asociación Bancaria por los comentarios y la información que me suministraron. Igualmente, a Ricardo Ávila, Rosa María Cárdenas y todo el equipo de Portafolio, quienes contribuyeron con una impecable labor editorial. Pero, sobre todo, quiero agradecer la incomparable asistencia de investigación de César Pabón, a quien puedo caracterizar casi como un coautor de esta obra.

CAPÍTULO I

LA ERA DE FUERTE INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL SECTOR FINANCIERO, 1951 - 1974

El periodo que cubre este capítulo estuvo marcado por la consolidación del intervencionismo estatal tanto en el sistema financiero como en la economía en general. Aunque ya desde los años treinta del siglo pasado, el Estado colombiano había comenzado a intervenir de forma cada vez más activa en el sistema financiero, fue a partir de la década de los cincuenta y, en particular, de la reforma de 1951, que se adoptó un esquema estructurado de intervención en el manejo crediticio. Este esquema hizo parte de una estrategia más amplia de desarrollo, que se puede caracterizar como de industrialización dirigida por el Estado. El poder regulador del Estado sobre la actividad crediticia se perfeccionó durante la década de los sesenta, cuando se pusieron en marcha los fondos de fomento (o fondos financieros, pero aquí preferiré el término 'de fomento'), pero se fue diluyendo para finales del periodo de análisis, cuando se empezaron a tomar medidas para superar lo que en los debates económicos se vino a denominar la 'represión financiera'. La creación del sistema Upac

a comienzos de los setenta, representó una transición entre las viejas y emergentes visiones del papel del sector financiero en el desarrollo.

Este capítulo analiza el conjunto de transformaciones que experimentó el sistema financiero durante estos años. La primera sección presenta un panorama general de la política y el comportamiento macroeconómico colombiano, así como el contexto internacional sobre el cual se desarrollaron. La segunda enfoca su atención en los cambios institucionales del sistema financiero, con especial énfasis en la reforma de 1951, la creación y el desarrollo de la banca oficial y los fondos de fomento, y la creación de nuevos tipos de intermediarios crediticios dentro de un modelo de banca especializada. Finalmente, la tercera sección reseña la evolución del sistema financiero, destacando la incidencia que tuvieron sobre el sector tanto los vaivenes de la economía colombiana como los virajes institucionales.

1. LA INDUSTRIALIZACIÓN DIRIGIDA POR EL ESTADO

Tras la transición que representaron la Gran Depresión de los años treinta y la Segunda Guerra Mundial, el país dio un giro radical en materia de estrategia de desarrollo, abandonando el modelo orientado a la producción de productos básicos para el mercado mundial, en el que se había embarcado desde mediados del siglo XIX[1] (con matices proteccionistas en algunas etapas, especialmente durante la Regeneración de finales del siglo XIX y el gobierno de Rafael Reyes a comienzos del XX). De acuerdo con las nuevas orientaciones, la industrialización se convirtió en la piedra angular del desarrollo económico. Este modelo, que había surgido por la fuerza de los choques externos adversos de comienzos de los años treinta, más que por verdaderas visiones del desarrollo económico, se hizo cada vez más presente a lo largo de la República Liberal, hasta el punto de volverse una verdadera ideología nacional hacia finales de dicho periodo.

Este proceso de transformación no fue un fenómeno aislado de nuestro país, sino que, por el contrario, obedeció a un viraje institucional que tuvo lugar en toda América Latina, hacia lo que Cárdenas, Ocampo y Thorp (2003), y Bértola y Ocampo (2013) han denominado la 'industrialización dirigida por el Estado', y que fue promovida por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas (Cepal), con Raúl Prebisch como su principal exponente. Hizo, además, parte de una concepción más intervencionista en materia de política económica a nivel mundial, que se hizo evidente con la revolución keynesiana en el pensamiento económico durante los años treinta; el surgimiento en los cuarenta de una nueva rama del pensamiento económico, la teoría del desarrollo, que le dio un papel protagónico a la industrialización como motor del desarrollo; la consolidación de las visiones sobre el Estado de Bienestar, y la difusión de distintas formas de planeación a lo largo y ancho del mundo, que abarcaron desde la planeación indicativa de Europa Occidental hasta la central introducida por la Revolución Rusa.

En términos generales, el nuevo modelo de desarrollo colombiano y latinoamericano tuvo como eje central la producción industrial para el mercado interno, que se apoyó en parte en la sustitución progresiva de las importaciones, principalmente de bienes industriales aunque también agrícolas. Esta estrategia fue, sin embargo, más allá del fomento de la industria manufacturera y de la sustitución de importaciones, por lo cual el concepto tradicional de 'industrialización por sustitución de importaciones' no capta sino uno de los elementos del modelo, y no necesariamente el más importante. De hecho, involucró también (y de manera notoria en Colombia) la modernización del sector agropecuario, el desarrollo de la infraestructura y los servicios modernos a cargo del Estado, y una importante transformación de la política social (Ocampo *et al.*, 2015). Entre los elementos característicos de este modelo se deben incluir la regulación de la actividad económica, mediante la intervención en el sector externo; la activa intervención en la regulación tanto de la moneda como del crédito, y la política de fomento crediticio dirigida a la promoción de los sectores agropecuario e industrial.

Una de las características más destacadas de la política macroeconómica colombiana hasta 1967 fue la serie de ciclos cortos de 'pare y siga', es decir de freno y expansión de la actividad económica. Aunque estos ciclos estuvieron asociados en parte a factores internos en los primeros años de la posguerra, incluso algunos de carácter político (el asesinato de Jorge Eliécer Gaitán el 9 de abril de 1948, y el Bogotazo y La Violencia a la cual dio lugar), sus elementos determinantes fueron externos: la demanda represada de importaciones que se acumuló durante los años de racionamiento en los países desarrollados durante la Segunda Guerra Mundial y, posteriormente, las fluctuaciones del precio externo del café y las medidas adoptadas por parte de las autoridades económicas para sobrellevarlas (Ocampo, 1989). En este contexto, las fases de crecimiento tendían a generar rápidamente déficits externos, que obligaban al gobierno a adoptar, primero, un control estricto sobre las importaciones y, segundo, en ocasiones bajo la presión del Fondo Monetario Internacional, un programa de estabilización, que incluía una mayor austeridad fiscal y monetaria, y una devaluación de la moneda. El resultado neto de estas medidas

1 Por supuesto, este modelo tenía precedentes en el periodo colonial, durante el cual el elemento dominante fue la producción aurífera.

se puede evidenciar tanto en el dinamismo de la economía colombiana como en su nivel de inflación, generando años de rápida expansión seguidos por otros de ajuste macroeconómico, crecimiento económico relativamente lento y, curiosamente, aceleración de la inflación, en la medida que la devaluación del tipo de cambio tenía efectos sensibles sobre los precios internos (Gráfico I.1, pág. 33).

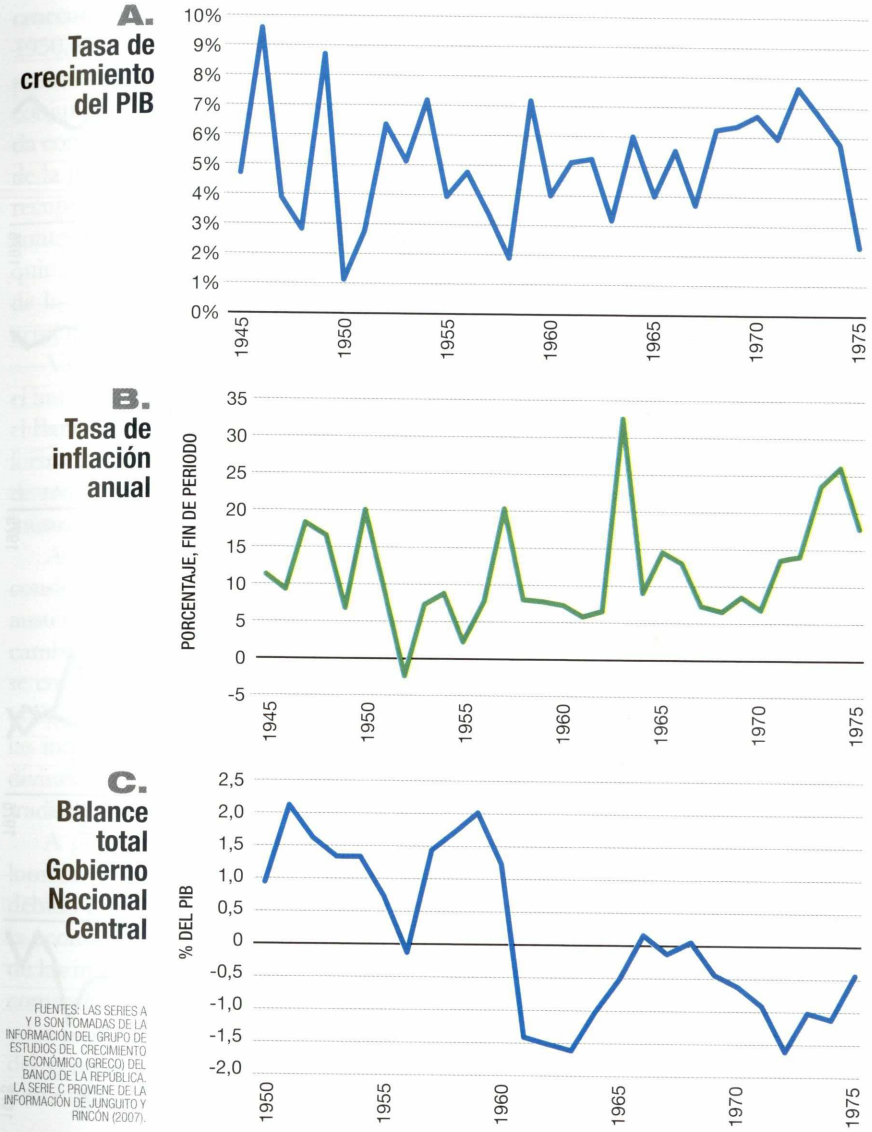
Los primeros años de la posguerra estuvieron marcados por la ya mencionada demanda represada de importaciones, que dio lugar a un fuerte aumento de las mismas. Pese al aumento de los precios del café y a la mejoría consecuente de los términos de intercambio, ello dio lugar a un deterioro en el balance en cuenta corriente y pérdida acelerada de las reservas acumuladas durante la Guerra (Gráfico I.2, pág. 34). Estos eventos dieron lugar a la primera devaluación de la posguerra, de $1,75 a $1,95 por dólar en diciembre de 1948, y a la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas paralelo que benefició las exportaciones no tradicionales[2].

Estos desarrollos se entrelazaron con eventos de carácter interno durante estos años y, especialmente, con los acontecimientos de carácter político. La fuerte política expansiva adoptada en 1948, en no poca medida para manejar los efectos de el Bogotazo, dio lugar a una recuperación del crecimiento económico en 1949 pero también a una aceleración de la inflación (en parte también por problemas en la oferta agrícola), que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio lugar a las medidas de austeridad acordadas con los bancos como 'pacto de caballeros', en septiembre de dicho año. Dichas medidas frenaron en seco el crecimiento del crédito (Meisel, 1990). El resultado de la fuerte contracción monetaria fue una desaceleración económica y una disminución en el ritmo de inflación, que incluso se tradujeron en una ligera deflación en 1952. Como parte de las medidas de ajuste, y para contrarrestar la fuerte revaluación real acumulada durante estos años de fuerte inflación, el paquete de medidas incorporó una nueva devaluación en marzo de 1951 (de $1,95 a $2,50), que suspendió, sin embargo, el funcionamiento del mercado paralelo de divisas.

Las medidas adoptadas entonces incluyeron también reformas más estructurales, entre ellas la primera reforma arancelaria de la posguerra, que concibió un sistema mixto de aranceles específicos y ad valorem, al tiempo que elevó considerablemente los niveles de protección. Aunque el debate se había iniciado con anterioridad, la reforma financiera de 1951, a la que me referiré extensamente en la sección siguiente, hizo parte también de este paquete de políticas.

2 La historia cambiaria de Colombia desde estos años está contada de gran manera en Wiesner (1978).

GRÁFICO I. 1 | **Crecimiento, inflación, déficit fiscal**

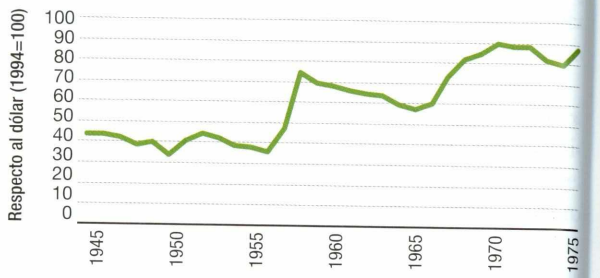


FUENTES: LAS SERIES A Y B SON TOMADAS DE LA INFORMACIÓN DEL GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA. LA SERIE C PROVIENE DE LA INFORMACIÓN DE JUNGUITO Y RINCÓN (2007).

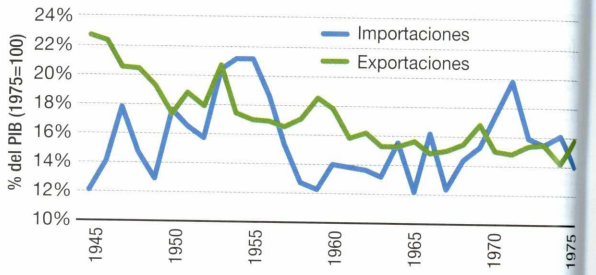
GRÁFICO I. 2 | Principales variables del sector externo

A. Términos de intercambio

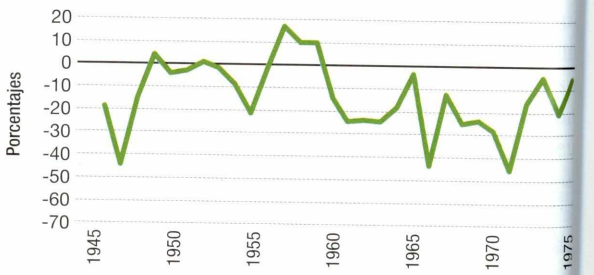
B. Tipo de cambio real



C. Grado de apertura



D. Balance en cuenta corriente como proporción de las exportaciones



FUENTES:
A) GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
B) GRECO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CEPAL Y BANCO DE LA REPÚBLICA
D) BANCO DE LA REPÚBLICA

Gracias a los fuertes incrementos de los precios del café, que llevaron los términos de intercambio a niveles similares a los de los años veinte, la política macroeconómica se pudo relajar en los años siguientes. Desde el piso de 1,1% en 1950, el crecimiento económico alcanzó un nuevo pico en 1954, del 7,2%, y un promedio de 6,2% entre 1951 y 1954. El extraordinario ingreso de divisas, en conjunto con la creciente demanda interna, estimularon la inversión, tanto privada como pública, lo que generó uno de los niveles más altos de la tasa de inversión de la historia del país. Esto fue posible por el aumento de los precios del café y la recuperación de las reservas internacionales, que permitieron relajar el estricto control a las importaciones; ello facilitó, en particular la compra externa de maquinaria y equipo. Sin embargo, y debido, 'curiosamente', a la fuerte reacción de las importaciones, la balanza en cuenta corriente con el exterior comenzó a arrojar déficits crecientes en medio del auge.

Vale anotar que los encajes fueron utilizados por primera vez en esos años como el instrumento más importante de política monetaria. De hecho, entre 1951 y 1953, el Banco de la República, haciendo uso de sus nuevas funciones otorgadas por la reforma financiera, decidió adoptar algunas medidas de relevancia en cuanto a cupos de redescuento, depósitos previos y encajes. Esto, con el propósito de aminorar el inusual crecimiento de la cartera de los bancos comerciales (Avella, 2007).

Ante el descenso de los precios del café y la reaparición de un déficit externo considerable, en la segunda mitad de los cincuenta se inició una nueva fase de austeridad. De hecho, esta destorcida cafetera se convirtió en una de las crisis cambiarias más severas de la historia del país. Algunas de las medidas de ajuste se comenzaron a adoptar en medio del auge. Así, el general Rojas Pinilla se vio obligado a disminuir paulatinamente el gasto público, a reimplantar controles a las importaciones a finales de 1954 y a restablecer un mercado libre paralelo de divisas a principios de 1955. Esto para beneficiar de nuevo las exportaciones no tradicionales.

A pesar de estas medidas, el deterioro continuó y afectó el acceso de Colombia a los mercados internacionales (principalmente créditos comerciales), debido a la persistente caída de los términos de intercambio. Sus efectos sobre la economía nacional fueron un menor crecimiento económico, la paralización de las importaciones hacia 1957, acumulación de atrasos en el pago de la deuda comercial y un incipiente desajuste fiscal. La mezcla entre el malestar económico y los problemas más severos de índole político confluyeron en el derrocamiento del general Rojas Pinilla en mayo de 1957 y su sustitución temporal por una Junta Militar.

La Junta acentuó el programa de ajuste, al imponer controles más estrictos a las importaciones y realizar la devaluación más fuerte de la historia colombiana (de $2,50 a unos $6,70), a través de un sistema de certificados de cambio libremente negociables. Como lo indica el gráfico I.2 (pág. 34), esta devaluación tuvo un efecto permanente, hasta el final de nuestro periodo de análisis. A ello se agregó el Plan Vallejo, que facultó a los exportadores para traer los insumos necesarios libres de derechos de importación. Esta medida, en conjunto con la facultad de los exportadores de productos diferentes al café y al petróleo de vender sus divisas en el mercado libre, y con los incentivos tributarios que se otorgaron en 1960, dio pasó a una nueva política: la de fortalecimiento de lo que se vino a denominar 'las exportaciones menores' (no tradicionales)[3]. El estrangulamiento externo sirvió, a su vez, como justificación para un programa de industrialización más agresivo y el perfeccionamiento de los mecanismos de intervención creados en fases anteriores.

En agosto de 1958 se protocolizó el inicio del Frente Nacional, que puso en marcha una ola de reformas, entre ellas la puesta en marcha de mecanismos permanentes de planeación, la adopción de una legislación laboral más protectora de los trabajadores, la reforma agraria y una expansión considerable del gasto público social. Todo ello se hizo, además, en el marco de los programas de la Alianza para el Progreso, que impulsó la administración Kennedy en Estados Unidos y, por lo tanto, que contó con un apoyo importante de la Agencia para el Desarrollo de dicho país (Usaid). También participaron los bancos multilaterales de desarrollo (el Mundial y el nuevo Banco Interamericano).

Como parte de la creciente agenda social, pero rompiendo con los esfuerzos de ajuste que se habían adoptado en años anteriores, el primer gobierno del Frente Nacional, bajo Lleras Camargo, emprendió un programa fiscal expansionista, así como una reforma tributaria, la de 1960, que creó una gran variedad de incentivos para el desarrollo de la industria. En el frente monetario, sin embargo, cuando reaparecieron las presiones inflacionarias en 1958, el Banco de la República decidió incrementar los encajes y estableció temporalmente (hasta 1960) uno marginal del 100%. Además, en el año 1960, el Banco comenzó a experimentar con minidevaluaciones del certificado de cambio, pero la oposición a esa política se tradujo en su suspensión y la fijación del tipo de cambio en $6,70 por dólar. Aunque la economía retornó a tasas de crecimiento aceptables (5,4% en 1958-1962), el sector externo y las finanzas públicas se deterioraron rápidamente (Gráficos I.1 y I.2, págs. 33 y 34).

3 El tratamiento ya clásico de la política externa durante el periodo que analizamos es Díaz-Alejandro (2003). Esta es la traducción tardía de una obra publicada en inglés en 1976.

Al iniciarse la administración Valencia, en 1962, los signos de crisis eran evidentes. Esto obligó al Gobierno Nacional a emprender de nuevo un programa de ajuste. En noviembre de ese año, se llevó a cabo una devaluación que elevó la tasa de cambio a $9 por dólar. Sin embargo, el impacto de la devaluación, sumado a la escasez de alimentos y el alza de salarios, aceleró fuertemente la inflación en 1963, eliminando así el efecto real de la misma.

Como resultado de ello, las medidas de control de importaciones tuvieron que acentuarse. Con el propósito de estabilizar la situación, el Banco de la República intentó regular, sin gran éxito, el mercado libre de divisas entre enero de 1963 y octubre de 1964. La política monetaria tendió, por un lado, a la reducción y posterior eliminación del encaje marginal (reintroducido en 1962) y, por el otro, al aumento en los niveles del encaje ordinario. Adicionalmente, presionado por los organismos internacionales, en septiembre de 1965 creó una tasa de cambio intermedia de $13,50 y desmontó los controles a las importaciones. El resultado de estas políticas, aunado a la reducción en el precio del café y la revaluación del peso, fue un verdadero colapso externo en 1966, que heredó la administración Lleras Restrepo.

A pesar de los malos vientos de la economía colombiana, la administración Lleras Restrepo implementó un viraje de política económica, que permitió no solo enfrentar la crisis externa sino abrir paso a la expansión económica más rápida de la posguerra. Particularmente, la política cambiaria adoptada por esta administración incluyó tres elementos fundamentales. El primero, y tal vez la innovación más importante, fue el establecimiento de un régimen cambiario de minidevaluaciones (*crawling peg*, de acuerdo con su denominación internacional), que intentó dar fin a las dramáticas devaluaciones y desequilibrios cambiarios que se presentaban con el régimen de tasa de cambio fija. En segundo término, eliminó el mercado libre de divisas y estableció un rígido control sobre los flujos de capital con el exterior. En tercer lugar, se unificaron gradualmente las múltiples tasas de cambio que habían existido hasta entonces.

Complementando lo anterior, el Decreto Ley 444 de 1967 estableció un régimen estable de promoción de exportaciones, que amplió el Plan Vallejo, creó el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo), el cual ofrecía tanto financiamiento como otros mecanismos de promoción a las empresas exportadoras, y que transformó las ventajas tributarias y la tasa de cambio preferencial de las que habían disfrutado hasta entonces las exportaciones no tradicionales, en un Certificado de Abono Tributario (CAT), libre de impuestos. De esta manera, en el marco de la bonanza que experimentó la economía mundial en estos años y de la puesta en marcha del Pacto Andino (véase más adelante), estas medidas permitie-

ron un crecimiento acelerado de las exportaciones no tradicionales, especialmente las manufactureras.

Como se venía perfilando desde la fase anterior, el fomento a las exportaciones surgió como complemento y no como sustituto de la protección a la industria nacional. No obstante, los estrictos controles característicos de los años de escasez de divisas se atenuaron y durante la administración Pastrana Borrero comenzaron a reducirse algunos aranceles excesivos. Esto último se llevó a cabo, por primera vez, la facultad concedida al Presidente de la República la Reforma Constitucional de 1968 al presidente de la República de regular el comercio exterior del país.

La política de protección adquirió un nuevo carácter al firmarse el Acuerdo de Cartagena, en 1969, que dio nacimiento al Pacto Andino, cuyo propósito principal fue transitar hacia una nueva etapa de industrialización basada en un mercado ampliado. Esta nueva estrategia incluía la planeación del desarrollo de las industrias básicas en un contexto regional, la eliminación gradual de las trabas al comercio exterior entre los países miembros y el establecimiento gradual de una unión aduanera. A ello se agregaba el estatuto común para la inversión extranjera, que reservaba ciertos sectores a empresas de mayoría andina y limitaba los beneficios del mercado ampliado a dichas empresas. Aunque esta estrategia nunca se llevó realmente a cabo[4], el comercio andino fue uno de los factores que alimentó el despegue exportador.

Las mejores condiciones macroeconómicas, incluida ahora la más activa promoción de nuevas exportaciones, contribuyeron al rápido crecimiento económico entre 1967 y 1974, 6,5% anual, el más alto de la historia económica del país en la posguerra para un periodo de esta duración, y el segundo más alto de la historia (ligeramente por debajo del 7,2% alcanzado en 1921 - 1928). Lo que es más interesante, en contraste con todos los otros periodos de auge del siglo XX, es que no contó con términos de intercambio particularmente favorables (Gráfico I.2, pág. 34). Ello indica que el buen diseño de la política económica jugó un papel fundamental en este resultado. Un elemento esencial, al lado de la estabilización y el auge del sector externo, fue sin duda el crecimiento del gasto público durante las administraciones Lleras Restrepo y Pastrana Borrero, financiado por los mayores impuestos en el primer caso y por un aumento significativo del crédito externo en ambos, incluidos los primeros créditos provenientes del mercado de eurodólares. El mayor gasto se orientó tanto al sector social como al impulso de la infraestructura. Se agregó, además, el impacto de la política de vivienda adoptada por el segundo de dichos gobiernos, bajo el Plan de Desarrollo 'Las Cuatro Estrategias'. En cualquier caso, el acceso al crédito externo fue esencial, no solo para financiar el gasto público, y también el elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que el país arrojó durante el auge, particularmente hasta 1971.

El rápido crecimiento económico estuvo acompañado por una notable reducción en los altos niveles de desempleo que había acumulado el país durante los años de estrechez cambiaria. El problema más preocupante fue, por el contrario, la rápida aceleración del ritmo de inflación, que alcanzó niveles superiores al 20% anual a partir de 1973. El Gobierno interpretó la aceleración inflacionaria como el producto de un proceso similar que estaba experimentando el mundo entero (inflación importada). La oposición la vio, por el contrario, como el producto del elevado déficit fiscal. El triunfo de la oposición en las elecciones de 1974 inició así una nueva fase de estabilización, que abrió la fase que se analiza en el siguiente capítulo.

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES DEL SISTEMA CREDITICIO

a. La transición: los efectos de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial

El colapso monetario y crediticio, y la consecuente deflación que se produjo en el país durante los años iniciales de la Gran Depresión que se inició en 1929, generaron un fuerte giro en la regulación monetaria, cambiaria y crediticia introducidas en 1923. Sus elementos esenciales habían sido la creación del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria, y la expedición de las normas que regulaban el sistema financiero bajo un modelo de intermediarios especializados. El rígido patrón oro bajo el cual la Misión Kemmerer había diseñado el Banco de la República dio lugar a una fuerte contracción de la base monetaria durante los años más agudos de la crisis, como reflejo de la masiva pérdida de reservas internacionales, al tiempo que la paralización del mercado de bonos de Wall Street frenó totalmente la entrada de capitales que el país había experimentado hasta 1928. Una parte de estos alimentó el sistema de crédito y, en especial, el crédito otorgado por los bancos hipotecarios.

Aunque la segunda Misión Kemerer de 1930 flexibilizó parcialmente las normas sobre el financiamiento que el Banco de la República podía otorgar, las medidas más importantes llegaron más tarde, por la fuerza de la crisis y la presión de ciertos sectores, especialmente los cafeteros, por reducir el peso de las deudas, au-

4 Aunque Venezuela se adhirió al Pacto en 1973, la ruptura de Chile en 1976 hizo absolutamente evidente que la uniformidad de criterios existente al firmarse el Acuerdo había desaparecido rápidamente. Véase, Ocampo et al. (2015).

mentar el crédito interno y depreciar la moneda (Ocampo y Montenegro, 2007). Aun en medio del manejo ortodoxo inicial de la crisis, el Banco había exento de los aumentos en la tasa de redescuento, aplicada a finales de 1929, a los garantizados con bonos de prenda agraria, que se originaban esencialmente en los Almacenes Generales de Depósito, que la Federación Nacional de Cafeteros puso en marcha como medida de emergencia durante la crisis. En octubre de 1930, el Banco aceptó también iniciar las operaciones directas con el público, que ya estaban contempladas en sus estatutos pero que no habían sido utilizadas hasta entonces, con lo cual se pudieron redescontar directamente los bonos de prenda.

Las medidas más importantes fueron generadas, sin embargo, a partir del abandono del patrón oro por parte de su progenitora, la Gran Bretaña, el 4 de septiembre de 1931. Ante la corrida contra las ya menguadas reservas internacionales, el Banco de la República se vio obligado a establecer el control de cambios el 24 del mismo mes. Aunque el tipo de cambio se mantuvo fijo algún tiempo, esto generó una fuerte presión de los cafeteros para que se devaluara el peso, que se encarnó primero en una bonificación del 10% otorgada en marzo de 1932, la adopción un año después de un tipo de cambio múltiple que permitió mantener dicho beneficio, la devaluación explícita de la tasa de cambio básica en septiembre de 1933 y pocos días después, la adopción de un tipo de cambio flexible mediante el sistema de certificados de cambio libremente negociables (un sistema que sería utilizado una y otra vez en décadas posteriores). Para finales de ese año, la tasa básica se había devaluado a $1,57 y a comienzos de 1935 se estabilizó en torno a $1,75 (una devaluación acumulada del 69% en relación con el nivel de $1.035 que había prevalecido durante los dos primeros años de la crisis). Esta fue la tasa que se adoptó en mayo de 1935, cuando se suspendió el sistema de certificados de cambio.

El abandono de la convertibilidad en septiembre de 1931 permitió, además, al Banco de la República, eliminar las trabas para otorgar préstamos, tanto al gobierno como al sector privado. Los créditos al Gobierno aumentaron de manera notoria en los meses siguientes y se creó la figura excepcional (y, sin duda, creativa) de entregar la administración de las salinas al Banco, para que este avanzara al Gobierno los ingresos esperados por el manejo de dicha renta. Los préstamos del Banco al Gobierno tendieron, sin embargo, a moderarse en los años siguientes. Esta seguiría siendo una práctica en el país, excepto durante coyunturas excepcionales[5].

5 Los datos de Kamanovitz y Avella (1998), Gráfico 5, muestran que después de la coyuntura de los años treinta, los préstamos del Banco al gobierno solo fueron de nuevo importantes en la crisis de los años ochenta. El gobierno también se benefició de la compra de títulos de deuda pública por parte del Banco (ver Gráfico 6 del mismo trabajo), pero esta es una práctica normal de los bancos centrales y, por lo demás, su comportamiento siguió en Colombia un sano patrón anticíclico.

Las medidas crediticias fueron aún más importantes y algunas especialmente agresivas. En 1931 y 1932, fueron creadas tres instituciones financieras públicas importantes: la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario (BCH) y la Corporación Colombiana de Crédito. La primera de estas instituciones fue casi como un primer banco cafetero, ya que se creó por presión de dicho gremio. Pronto comenzaría a asumir funciones no financieras, entre ellas la provisión de insumos y la asistencia técnica a los agricultores que hicieran parte de sus programas de financiamiento. La segunda fue creada con la condición expresa de que durante los tres primeros años se dedicara a absorber y renegociar las deudas hipotecarias existentes. Por su parte, la Corporación Colombiana de Crédito fue instituida para comprar la cartera de los bancos que requiriera facilidades para su saneamiento (es decir, lo que hoy se conoce como un 'banco malo').

El Gobierno puso, además, en marcha una política de alivio de los créditos hipotecarios particularmente agresiva, que se materializó en una secuencia de beneficios entregados a partir de 1932[6] y que terminó con una reducción del capital de todas las deudas hipotecarias en un 40% a mediados en 1933. Como resultado de ello, los bancos hipotecarios existentes (uno público, el Agrícola Hipotecario[7], y dos privados, los de Bogotá y Colombia) entraron en un proceso de marchitamiento o abandonaron las actividades hipotecarias. A la postre, sin embargo, los costos terminaron siendo asumidos por los tenedores de bonos de los bancos hipotecarios en el exterior, ya que estos alivios coincidieron con la moratoria de la deuda externa del país. Lo que quedaba del Banco Agrícola Hipotecario fue absorbido por la Caja Agraria en 1945. El Banco de la República aportó el 60% del capital del BCH, otorgó un crédito al Gobierno para que invirtiera en la Caja y creó un cupo de redescuento para la Corporación Colombiana de Crédito. A estas medidas se sumó la reducción significativa de las tasas de redescuento desde finales de 1931, especialmente aquellas asociadas al sector agrícola.

Las medidas de intervención estatal en el sector financiero siguieron profundizándose en los años siguientes. El BCH comenzó a conceder créditos de vivienda

6 Estas medidas incluyeron el pago con cédulas hipotecarias y otros títulos que se conseguían con altos descuentos en el mercado, y mecanismos contables que implicaban pasar a 'cuentas diferidas' las pérdidas, por lo que los bancos estrictamente no hicieron pérdidas contables (González y García, 2002, pág. 82-84). Curiosamente, sin embargo, estos autores dejan de lado la reducción final de las deudas hipotecarias.

7 Este banco, que puede considerarse el primer banco oficial de la era moderna de la banca colombiana, se inició en 1923. Fue creado por la Ley 68 de 1924 y contó con capital del Gobierno Nacional (en un 72,8%), y de nueve departamentos (26,9%), con una participación relativamente alta de Antioquia y Caldas, y 0,3% de otros accionistas.

en 1934 y a emitir cédulas hipotecarias en 1937, que se convertirían en un importante instrumento de ahorro en el país.[8] El Fondo Nacional de Ganadería fue creado en 1939 y fusionado con la Caja Agraria el año siguiente, al tiempo que esta iniciaba una política de préstamos de largo plazo. A ello se agregó la creación del Instituto de Fomento Industrial en 1940, el primer banco de desarrollo del país y uno de los primeros de América Latina, cuyo objetivo, más allá de otorgar crédito, fue aportar capital a nuevas empresas industriales y mineras, generalmente en asocio con socios privados nacionales o extranjeros.

La intervención del Banco de la República en la economía se profundizó durante la Segunda Guerra Mundial, aunque en este caso con un paquete masivo de contracción monetaria, orientado a contrarrestar los efectos expansivos de la masiva acumulación de reservas internacionales que se produjo, especialmente por las restricciones para importar que generaron los racionamientos en los países involucrados en el conflicto bélico (López, 1990; Ocampo, 2015a). Estas medidas incluyeron la creación de distintos mecanismos de ahorro forzoso como Bonos de Defensa Nacional y títulos del Banco de la República por parte de entidades financieras, el Fondo Nacional de Café (creado en 1940 para manejar la participación de Colombia en el Acuerdo Interamericano de Café), los contribuyentes del impuesto de renta, el pago con los bonos Defensa de una porción de las exportaciones y de la compra de metales preciosos por parte del Banco de la República, el control a la entrada de capitales, el uso de los depósitos previos a las importaciones como medida de control monetario y, en contra de la opinión de los bancos comerciales que hacían parte de la Junta Directiva del Banco de la República, la primera elevación de los encajes bancarios desde que dicho instrumento fue creado en 1923. Se determinó, además, que el aumento en los encajes debería ser invertido en títulos del Emisor. De hecho, este paquete de intervención para manejar una bonanza de divisas fue caracterizado por el gran economista belga Robert Triffin (1944), quien visitó el país durante esos años, como "el sistema más completo y más equilibrado que hasta la fecha se haya ideado contra la inflación en América Latina".

b. La centralización del manejo monetario y crediticio

El debate que tuvo lugar en los primeros años de la posguerra sobre la necesidad de cambiar definitivamente el marco regulatorio existente, en materia de

8 El Instituto de Crédito Territorial también fue creado en 1939, pero puede considerarse más un instituto descentralizado encargado de desarrollar la política de vivienda social, que una institución crediticia.

moneda y crédito establecido por la Misión Kemmerer, tuvo por lo tanto amplios antecedentes en la práctica de la política económica durante la República Liberal. El debate giró entonces en torno a la ampliación de la capacidad de regulación del crédito por parte del Banco de la República, la creación de nuevos instrumentos de intervención monetaria y la restricción a la participación de los particulares en el diseño de la política monetaria y crediticia.

Tal evolución no fue exclusiva de nuestro país. De hecho, las reformas de la banca central fueron la regla en el entorno internacional de aquellos años. Claro ejemplo de ello fueron los cambios ocurridos en el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en el marco del New Deal, que obligaron a los bancos asociados a informar sobre sus operaciones con el propósito de disminuir las transacciones especulativas. Del mismo modo, Alemania Occidental, Gran Bretaña y Holanda otorgaron a los bancos centrales facultades explícitas para el control del crédito de la banca comercial. Esta idea también permeó los debates latinoamericanos durante los años cuarenta. El Banco de México, por ejemplo, fue pionero en la región, al clasificar el crédito entre 'operaciones de producción' y 'operaciones comerciales'.

A finales de los cuarenta, surgieron varias iniciativas que antecedieron la reforma de 1951 (Ibáñez, 1990). El primer proyecto sobre la materia fue presentado por Jorge Eliécer Gaitán al Congreso en 1947, con base en contribuciones de Guillermo Hernández Rodríguez, entonces presidente del Consejo de Estado; Antonio García; Antonio Ordóñez Ceballos, y Luis Rafael Robles. Carlos Villaveces, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, elaboró en 1949 un proyecto de reforma del Banco. El entonces ministro de Hacienda, Hernán Jaramillo Ocampo, presentó también al Congreso el mismo año un proyecto sobre circulación del crédito bancario. La Misión del Banco Mundial, bajo la dirección de Lauchlin Currie, hizo también propuestas sobre la materia.

Estos precedentes prepararon el terreno para la reforma financiera de 1951, que dio contenido definitivo a la nueva concepción de la acción estatal. Esta reforma estuvo apoyada en el diagnóstico de una Misión de la Reserva Federal, a cargo de Richard Grove y Gerard Alter. Según esta Misión, la capacidad reguladora del Banco debería fortalecerse, otorgándole una diversidad de facultades que debían incluir la fijación de los encajes bancarios y la realización de operaciones en el mercado abierto, así como la orientación del crédito. Entre el compendio de propuestas que había circulado en el país en torno a este viraje institucional, los relacionados con el control cualitativo y cuantitativo del crédito fueron los más destacados (Kalmanovitz y Avella, 1998). Las reformas se cristalizaron en una po-

lítica de crédito dirigido a objetivos de desarrollo, en un manejo activo del encaje como instrumento de política monetaria y en una transición hacia el control del gobierno sobre el Banco de la República.

La política de crédito dirigido había tenido sus precedentes en las medidas adoptadas para enfrentar la crisis política después del Bogotazo. El Decreto 1766 de 1948 había permitido a los bancos dar créditos a los afectados por los sucesos del 9 de abril hasta por cinco años y con una tasa de interés preferencial (del 6%). A su vez, el Decreto Ley 384 y el Decreto reglamentario 1249 de 1950 habían determinado que el Fondo de Estabilización podría utilizar sus recursos, provenientes de los depósitos previos de las importaciones, en operaciones de crédito de hasta cinco años en empresas en las cuales el Estado fuese accionista. Este Fondo había sido constituido en 1935 para estabilizar el mercado de bonos del Estado, pero fue adquiriendo funciones y objetivos diferentes, entre ellos el de fondo de fomento que le otorgaron estos decretos. Estas funciones llevaron a dicho Fondo a canalizar créditos equivalentes a entre el 6,8 y 10,5% de la cartera bancaria en 1950 - 1957 (Meisel, 1990, cuadro 10, pág. 427). Los decretos mencionados habían autorizado también a los bancos comerciales a otorgar créditos hasta por cinco años para obras de fomento económico, y al Banco de la República, a descontar dichas operaciones de largo plazo a una tasa más baja para las operaciones comerciales. El Decreto 1985 de 1951 había autorizado al Banco a hacer directamente préstamos a los fondos ganaderos que funcionaran en los departamentos, con la garantía de los contratos de depósito o compañías de ganado que tuvieran con su clientela.

La reforma financiera integral se adoptó mediante el Decreto Ley 756 de 1951, que otorgó al Banco de la República el carácter de verdadero rector de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria del país, con objetivos explícitos, no solo de estabilización sino de desarrollo económico (Alviar, 1974; Ibáñez, 1990; Meisel, 1990). En particular, el Banco quedó facultado para: (i) modificar los encajes; (ii) regular las tasas de interés y, en especial, fijar tasas máximas de interés de los bancos para operaciones tanto activas como pasivas; (iii) abrir cupos especiales de crédito de fomento, y (iv) regular los cupos ordinarios de crédito a los bancos comerciales, tanto para el redescuento de operaciones corrientes como para superar restricciones de liquidez. Esta última función era la única que tenía claros antecedentes en las normas de 1923. En los términos de González y García (2002), las nuevas funciones implicaron que el Estado pasara a administrar directamente una parte importante de la hoja de balance del sector.

Aunado a este conjunto de medidas, se crearon nuevos bancos oficiales: el

Popular en 1950; el Cafetero en 1953, como propiedad del Fondo Nacional del Café, y el Ganadero en 1956, como copropiedad de la Caja Agraria, los Fondos Ganaderos y accionistas privados. Se mantuvo igualmente una política activa de inversión directa del Estado en empresas industriales a través del Instituto de Fomento Industrial. En esta misma línea, la Ley 7ª de 1951, sobre crédito popular e industrial, autorizó al Banco Popular a verificar operaciones destinadas al apoyo a la industria, y que serían descontables en el Banco de la República a una tasa inferior en cuatro puntos a la que cobraba el Banco Popular en sus distintas operaciones.

En materia de estabilización macroeconómica, la gran innovación introducida por la reforma de 1951 fue el manejo activo de los encajes bancarios. Como precedente de dicha reforma, el Decreto Ley 1407 de 1948, otro de los expedidos para favorecer el restablecimiento económico después de los eventos del 9 de abril, proporcionó a la Junta Directiva del Banco de la República la facultad para fijar el encaje legal de los bancos comerciales. Tal autorización fue ratificada por la Ley 90 de 1949, aunque el Banco no utilizó entonces tales facultades. Por el contrario, a partir de la reforma de 1951 y hasta el final del periodo que cubre este capítulo, los encajes se convirtieron en el principal instrumento de regulación monetaria. Esto contrasta con el manejo durante la Segunda Guerra Mundial, cuando se concentró sobre las inversiones forzosas en títulos del gobierno y del Banco de la República, y con lo que se tornó típico desde mediados de los años setenta, como veremos en el capítulo siguiente (Ocampo, 1989). Las primeras medidas rebajaron los encajes sobre depósitos en cuenta corriente de un 15% a 12% en 1951 (véase el gráfico I.3, pág. 49, más adelante). Sin embargo, en los años posteriores, el Banco de la República utilizó este instrumento para frenar el crecimiento anormal de la cartera de los bancos comerciales, asociada a la bonanza cafetera de entonces.

Dada la naturaleza de la relación contractual entre el gobierno y el Banco, la transición hacia un mayor control estatal requirió un cambio en dicho contrato. El Decreto 2057 de 1951 autorizó al Gobierno para celebrar un contrato con el Banco de la República por veinte años adicionales a partir de 1953. Sin embargo, estableció que, a partir de entonces, los miembros de la Junta Directiva del Emisor, e independientemente de su origen, deberían representar los intereses generales del país. La Junta quedó conformada por nueve miembros (en comparación con los 12 previos): el Ministro de Hacienda y dos directores más en representación del Gobierno, tres representantes de la banca (vs seis con anterioridad), el Gerente General de la Federación de Cafeteros, un representante de las sociedades de agricultores y ganaderos, y uno de las cámaras de comercio. En contra de lo acon-

tecido en 1931, cuando el Ministro de Hacienda fue aceptado como miembro de la Junta con voz pero sin voto, para esta ocasión se convirtió en miembro pleno de la misma (Kalmanovitz y Avella, 2003).

Como un todo, si bien la reforma del 1951 dejó en la Junta Directiva del Banco de la República el manejo de la política monetaria y crediticia, y conservó la participación privada en el Banco, extendió de forma considerable las facultades de intervención por parte del Estado, consolidando un proceso efectivo de centralización de las decisiones monetarias y crediticias (Ocampo *et al*, 2015). En particular, la asignación de recursos crediticios, que en ausencia de intervención sería decidida por el mercado, ahora dependería en gran medida de las políticas de fomento aprobadas por el Banco.

c. *El reforzamiento del nuevo modelo*

La siguiente ola de reformas institucionales se llevó a cabo a finales de los años cincuenta, cuando el país enfrentó, como vimos, una aguda crisis de balanza de pagos que dio paso a la combinación ya mencionada de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones. De hecho, durante esta época, surgió la percepción de la insuficiencia del financiamiento de la industria, lo cual llevó a la creación de las corporaciones financieras en 1957 (Decreto 336), en calidad de organismos especializados en la concesión de créditos de mediano y largo plazo, y con la facultad de invertir capital de riesgo en las empresas correspondientes (González y García, 2002). Esta reforma introdujo, de alguna manera, una nueva orientación de la política de intervención: la creación de nuevas entidades privadas especializadas para llevar a cabo funciones específicas de intermediación financiera. Para evitar la concentración industrial, se establecieron, al igual que en los bancos, montos máximos y límites individuales de créditos proporcionales al capital pagado y a la reserva legal de cada corporación. El funcionamiento de estas entidades fue reglamentado en 1960. Pese a su auge inicial, nunca alcanzaron las expectativas que originó su creación, que fue la de verdaderos bancos de inversión en la tradición norteamericana. Más bien, tomaron pronto la forma de intermediarios de crédito y, en particular, como veremos, de canalizadores del crédito de fomento.

El segundo elemento de esta nueva oleada de reformas fue la consolidación de la política de crédito dirigido y la creación de fondos de fomento en el Banco de la República (Gómez, 1990; Hernández, 1976; Urdinola, 1976). En materia de crédito dirigido, el primer paso importante se había dado mucho antes, con la Ley 90 de 1948, que obligó a los bancos a invertir el 5% de sus depósitos a la vista

en bonos de la Caja Agraria[9]. A estas primeras normas les sucedieron el Decreto 198 de 1957 y la Ley 26 de 1959, que obligó a los bancos a colocar un mínimo del 14% primero y el 15% después de sus depósitos (a la vista y a término) en el sector agropecuario. El sector agropecuario había sido ya el gran beneficiario de las líneas de redescuento creadas en 1950 y después de la reforma de 1951, pero las nuevas normas pasaron de un incentivo para que las instituciones prestaran al sector a una obligación.

El mayor avance en la política de crédito dirigido fue su organización en torno a fondos de fomento manejados por el Banco de la República. Así lo refleja la secuencia de fondos creados en los años sesenta: el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) en 1963 para la promoción de las inversiones industriales y las exportaciones; el Fondo Financiero Agrario (FFA) en 1966, transformado en 1973 en Fondo Financiero Agropecuario (FFAP); el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) en 1967, y el Fondo Financiero Industrial (FFI), creado en 1968 para apoyar las necesidades de la pequeña y mediana industria, y la descentralización industrial. A ellos se agregó el Fondo de Desarrollo Urbano, creado también en 1968, cuya administración fue encargada al BCH en 1975, y el Fondo de Desarrollo Eléctrico, cuya tarea básica fue ayudar en el servicio de la deuda externa de las empresas del sector eléctrico, por lo que difícilmente puede considerarse un fondo de fomento. Como lo indica esta lista, estos fondos tuvieron como claras prioridades el sector agropecuario, la pequeña y mediana industria, y la diversificación de las exportaciones. El IFI continuó, por su parte, con su labor de apoyar la creación de nuevas empresas industriales.

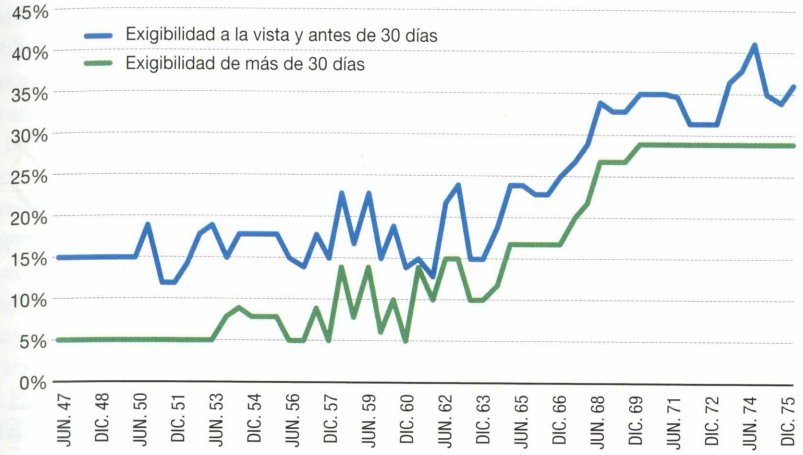
El gran avance de estos fondos, en relación con el modelo previo de forzar la asignación de una parte de la cartera hacia ciertas actividades, es que separó la obligación de canalizar recursos hacia ciertos sectores de la de otorgar crédito, con lo cual se respetaba la especialización de las entidades crediticias (Carrizosa, 1979; Fernández, 1994, cap. 4). En otras palabras, las entidades prestaban de acuerdo con su especialización y el fondo de fomento se encargaba de reasignar recursos entre ellas, para lograr el objetivo de asignación de recursos hacia los sectores o actividades priorizadas. En relación con la política de redescuento, la organización de la política de fomento en fondos específicos facilitó también el control y la vigilancia del crédito de fomento.

9 Otra medida, de menor importancia relativa, fue la obligación, impuesta a las cajas de ahorro y las compañías de seguros, de invertir parte de sus recursos en cédulas hipotecarias. Esta media buscó manejar las limitaciones que encontró el BCH para desarrollar un mercado amplio para sus cédulas hipotecarias.

Los fondos fueron financiados con una mezcla de inversiones forzosas, crédito externo (inicialmente de Usaid, pero posteriormente de los bancos multilaterales de desarrollo), bonos que el Banco de la República vendía en el mercado para financiar sus operaciones de fomento, y emisión llana y simple para cubrir los recursos faltantes. Proexpo tuvo la peculiaridad de contar también con una sobretasa del impuesto a las importaciones, inicialmente del 1,5% pero elevada al 5% en 1974. Las fuentes variaron significativamente entre unos y otros fondos. El sistema más elaborado de inversiones forzosas fue el que desarrolló la Ley 5ª de 1973 (con base en los precedentes que, como vimos, se remontan a 1957 y 1959), de acuerdo con la cual los bancos debían o colocar entre el 15 y el 25% en el sector agropecuario o comprar títulos de fomento agropecuario emitidos el Banco de la República para financiar el FFAP. El FFI también se alimentó de inversiones forzosas, el FIP dependió más de crédito externo y Proexpo del mencionado impuesto a las importaciones.

El crédito otorgado, primero como puro redescuento, y posteriormente como financiamiento de los fondos de fomento, indica que una peculiaridad de la emisión realizada históricamente por el Banco de la República es que se orientó mucho más al sector privado que al gobierno. Por lo demás, esto también evidencia que los desfases entre los recursos de los fondos y los redescuentos que se realizaban entraban directamente como un elemento de contracción (si había excedentes de recursos) o expansión monetaria (cuando los redescuentos eran mayores que los recursos) a lo largo del ciclo, por el cual el crédito privado también tenía un efecto monetario de carácter cíclico. En cierto sentido, esta práctica de apoyar el financiamiento del sector privado se remonta a la prioridad otorgada al redescuento ordinario y a los bonos de prenda desde los años iniciales de la Gran Depresión. En varias ocasiones, se permitió que los crecientes encajes se pudiesen sustituir por operaciones o compra de títulos de fomento emitidos por el Banco de la República. Una decisión importante en este sentido fue la recién creada Junta Monetaria, en 1963 (Resolución 18 de dicho año), para favorecer con un encaje reducido a los bancos que destinaran un 32% de sus préstamos a operaciones de fomento, pero esa norma pertenece a una familia de regulaciones similares. En este sentido, el aumento en el encaje promedio y la expansión del crédito de fomento fueron, a mediano plazo, dos facetas de un mismo proceso que generó una continua intersección entre las funciones de fomento y de estabilización del Banco de la República. Por lo demás, los bancos oficiales (la Caja Agraria, el BCH y el Banco Popular) tuvieron acceso a líneas específicas de redescuento y a normas diferenciales de encajes e inversiones forzosas (incluso exención de ciertas obligaciones).

GRÁFICO I. 3 | Encaje requerido a la banca comercial



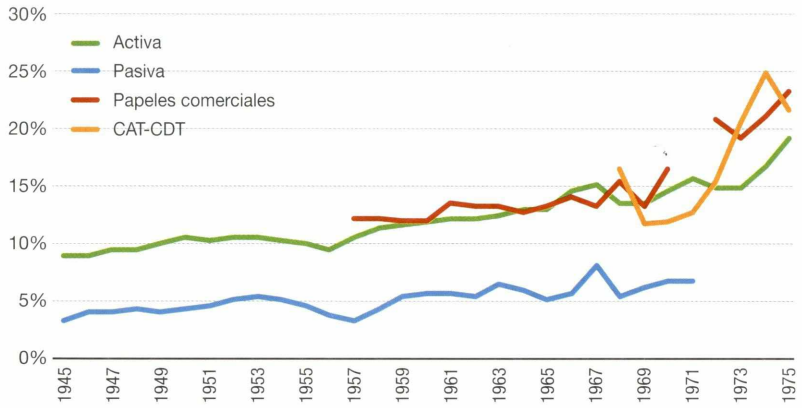
FUENTE: AVELLA (2007)

En materia del manejo del principal instrumento de política monetaria de entonces, después de una reducción temporal al final de la bonanza, en 1956, los encajes se usaron agresivamente como parte del plan de ajuste de 1957 - 1958, incluyendo el uso de encajes marginales del 80% y después del 100% (que no se muestra en el gráfico) (Avella, 2007). El alivio que se decretó en 1960 - 1961 fue sucedido, una vez más, por el uso de este instrumento como parte de los planes de ajuste de 1962, incluyendo nuevamente el mencionado encaje marginal, que en 1964 - 1965 se reduciría al 50% y posteriormente al 40%. El alivio posterior, especialmente en materia de encaje marginal, fue sucedido por un aumento marcado del encaje promedio, especialmente entre 1965 y 1970, cuando los constituidos sobre depósitos en cuenta corriente se elevaron del 15 al 24%, que había sido típico en los quince años precedentes, al 35%, mientras que los establecidos sobre exigibilidades a más de treinta días pasaron del 5-15% al 29% (Gráfico I.3). Con pequeños cambios, permanecieron elevados hasta el final del periodo que cubre este capítulo. Como ya se señaló, una práctica que se convirtió en norma fue permitir sustituir los altos encajes con distintos tipos de crédito de fomento, con lo cual se combinaba una medida de regulación monetaria con otra de crédito dirigido.

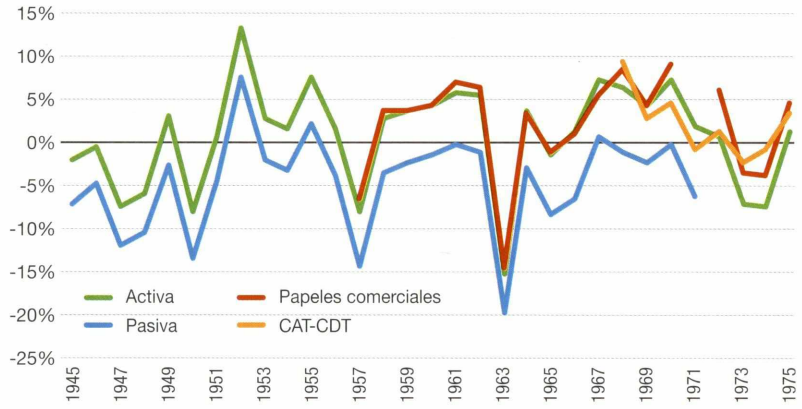
Las tasas de interés resultantes del manejo crediticio y monetario fueron relati-

GRÁFICO I. 4 | Tasas de interés

A. Nominal (% efectivo anual)



B. Real (% efectivo anual)



FUENTE: GRECO, SALAZAR (1995) Y ELABORACIÓN PROPIA.
ACTIVA: GRECO CON BASE EN CAYCEDO ET AL.(1997), SALAZAR (1995), ROMERO (1994).
PASIVA: TASA PASIVA OBTENIDA DE LOS P Y G Y LOS BALANCES DE UNA MUESTRA DE 12 BANCOS, 1945-1971. SALAZAR (1995).
CAT-CDT: CÁLCULOS GRECO CON BASE EN TASA DE INTERÉS PASIVA ANUAL EMPALMANDO RENDIMIENTO CERTIFICADO DE ABONO TRIBUTARIO (CAT) A 90 DÍAS (1968-1980:4)
PAPELES COMERCIALES SEGÚN CARRIZOSA (1986), CUADRO V.
TASA DE INTERÉS REAL: DEFLACTADA CON LA INFLACIÓN PROVIENTE DE GRECO.

vamente estables en los años cincuenta y sesenta, en general negativas en términos reales en el primer caso y ligeramente positivas en el segundo (Gráfico I.4, pág. 50). Debido a su estabilidad, cuando la inflación se aceleraba (especialmente en 1957, 1963 y 1973 - 1974), aún la segunda se tornaba negativa en términos reales, pero lo contrario acontecía cuando la inflación se desaceleraba (por ejemplo, a finales de los años sesenta). Este problema se tornó particularmente agudo con la aceleración de la inflación en 1973 - 1974, que daría paso, además, a un cuarto de siglo de inflación moderada en Colombia. La creación de una tasa de interés de mercado, especialmente la creación de los Certificados de Abono Tributario (CAT) libremente negociables entregados a los exportadores a partir de 1967, generó un segmento en el cual las tasas de interés reales de los ahorradores eran en general positivas. Lo mismo aconteció con la creación del sistema Upac (véase más adelante), pero las tasas de depósito de ahorro en los bancos siguieron siendo fuertemente negativas en términos reales hasta el final de nuestro periodo de análisis.

Por otra parte, siguiendo la tendencia que se inició con el nuevo contrato con el Banco de la República en 1953, un paso adicional en la estrategia de concentrar en manos del Gobierno la política monetaria, cambiaria y crediticia fue la creación de la Junta Monetaria, por medio de la Ley 21 de 1963. Esta reforma eliminó definitivamente la participación de los particulares en el manejo de la moneda y el crédito, al dejar la Junta en manos de cinco funcionarios públicos (los ministros de Hacienda, de Fomento/Desarrollo Económico y de Agricultura, el Director del Departamento Nacional de Planeación, y el Gerente del Banco de la República, a los cuales se agregó después el Director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior, Incomex), y dos asesores técnicos con voz pero sin voto. El paso final fue, por supuesto, la nacionalización legal del Banco en 1973, mediante la Ley 7ª de 1973, al vencerse el plazo del contrato con el Banco, suscrito en 1953.

Puede decirse que el modelo basado en la combinación de una importante banca pública de primer piso, crédito dirigido y redescuento en el Banco de la República, primero en forma directa y posteriormente a través de los fondos de fomento, estaba dirigido a corregir dos fallas de mercado mencionadas en la introducción de esta obra. La primera era el acceso al crédito por parte de agentes de tamaño pequeño y mediano (funciones de los bancos oficiales para el sector agropecuario y del Banco Popular), así como de las regiones apartadas del país al sistema crediticio y de pagos (clara función de la Caja Agraria). La segunda era el acceso a créditos de largo plazo en un contexto en el cual el grueso de los recursos de la banca era de corto plazo y existían, por lo tanto, serios problemas de transformación de plazos. El Banco de la República actuaba en tal caso como

el agente que llevaba a cabo dicha transformación. Esta función estaba, sin embargo, acompañada de criterios de orientación del crédito a sectores específicos, como parte de un modelo intervencionista de mayor alcance que consideraba que el mercado privado no cumplía adecuadamente la función de asignación sectorial del ahorro financiero. En este sentido, el gran favorecido por la intervención estatal en el mercado crediticio fue el sector agropecuario.

La gran crítica que sobrevino a este tipo de manejo, que dio lugar a los cambios que se realizaron desde mediados de los setenta, fue que ella limitaba el desarrollo financiero. De ahí la denominación 'represión financiera', un término sin duda peyorativo que introdujeron a mediados de los setenta los economistas Ronald McKinnon (1973) y Edward Shaw (1973) para caracterizar esta forma de intervención.

d. Las últimas transformaciones institucionales

Las últimas grandes transformaciones institucionales que tuvieron lugar al final del periodo que cubre este capítulo tuvieron signos diferentes. Algunas de ellas pueden considerarse una continuación de las tendencias que venían de décadas anteriores, pero otras, que se materializaron en la reforma financiera de 1974, pueden considerarse como las semillas del proceso de liberalización que tomaría fuerza a finales de esta década y, especialmente, a comienzos de los años noventa. Las segundas serán analizadas en el capítulo siguiente. Por lo tanto, aquí nos referiremos a dos que pertenecen a la primera categoría.

La más importante fue la creación, en 1972, del sistema de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) basado en un nuevo instrumento de ahorro financiero, la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (Upac). La creación de este sistema estaba incluida como una de 'Las Cuatro Estrategias', el plan de desarrollo de la administración Pastrana Borrero, que fue elaborado bajo la inspiración de quien había dirigido en su momento la primera Misión del Banco Mundial y que entonces ya era ciudadano colombiano, Lauchlin Currie. La idea de fondo de esta política era que existía demanda latente por vivienda, que se podía movilizar mediante el crédito hipotecario (Urrutia y Namen, 2011). Podría agregarse que en una economía inflacionaria, el sistema tenía la ventaja de que reducía en el corto plazo las cuotas de los préstamos, al diferir el efecto de la inflación sobre el costo del crédito. Sin embargo, para poder manejar los posibles descalces entre las captaciones de corto plazo y los préstamos de largo plazo que otorgaba el sistema, se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (Favi) en el Banco de la República,

en el cual se colocaban los encajes y excesos de liquidez de las CAV cuando estos se generaban y se les brindaba liquidez cuando se presentaba el problema contrario. De esta manera, el Banco era utilizado de nuevo como instrumento para corregir las fallas de mercado, asociadas a un mercado de ahorro financiero sesgado hacia plazos cortos. El Favi también puede considerarse el equivalente a las CAV del sistema de encajes y crédito ordinario de los bancos comerciales, pero esta interpretación no capta la fuerte disparidad en los plazos del ahorro financiero y los créditos que caracterizaban al sistema Upac. Tanto en este sentido, como en la reiteración de la tendencia a crear instituciones financieras especializadas para servir a segmentos específicos del mercado, puede decirse que esta reforma mantuvo las tendencias que venían desde 1923 en materia de banca especializada y desde 1951 en lo que tiene que ver con el papel activo del Banco de la República en el manejo del crédito.

Al mismo tiempo, sin embargo, con garantizar a los ahorradores un rendimiento positivo en términos reales constituyó un corte con el esquema de represión financiera. En efecto, las cuentas en el Upac fueron atractivas desde un comienzo para los ahorradores, dadas las tasas de interés reales negativas que pagaba en esa época el sistema financiero (Gráfico I.4, pág. 50). En 1972, por ejemplo, las tasas de interés de las cuentas de ahorro de la Caja Agraria eran de 4% sobre saldos mínimos trimestrales, cuando la inflación en ese año alcanzó un 14%. Creada la Upac, los asesores de la Junta Monetaria presentaron una propuesta de aumentar la tasa de las cuentas de ahorro de la Caja, pero esta no fue adoptada por los miembros de la Junta Monetaria para no crearles competencia a las fuentes de crédito de vivienda. Esa propuesta fue, sin embargo, la semilla de la reforma que se introduciría a mediados de la década. Debido al diferencial significativo entre la rentabilidad de las tasas del ahorro en Upac, que además del ajuste por inflación tenían una pequeña tasa adicional, el ahorro financiero fluyó rápidamente hacia las CAV.

La segunda medida que obedecía a tendencias previas fue la adopción, mediante el Decreto 1900 de 1973, del estatuto andino de inversión extranjera; la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena, que puso límites a la inversión en ciertos sectores así como a la remisión de utilidades. Como resultado de ella, la administración López Michelsen presentó dos años más tarde el proyecto que dio lugar a lo que se denominó la 'colombianización de la banca', la Ley 55 de 1975. Esta reforma obligó a los bancos extranjeros con sucursal establecida en el país, y que desearon continuar prestando el servicio bancario, a transformarse en empresas mixtas mediante la constitución de un nuevo banco en el cual no menos del 51% de las acciones debía pertenecer a inversionistas nacionales (o andinos). Para el

proceso de transformación, convinieron plazos y condiciones con los bancos extranjeros que no excederían tres años a partir de la vigencia de la ley.

3. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA CREDITICIO

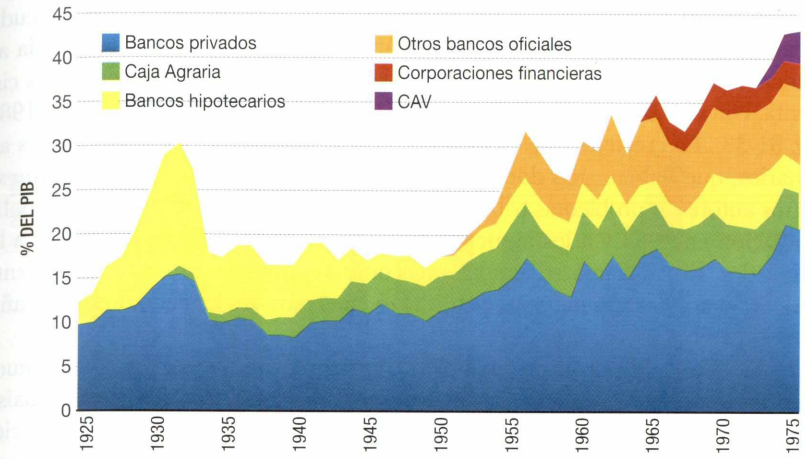
Como era de esperarse, el proceso de crecimiento económico que experimentó el país durante el periodo analizado en este capítulo, unido a la política de crear nuevos intermediarios crediticios, públicos y privados, se reflejó en la profundización del sistema financiero. Si se mide como la relación entre los activos del sistema financiero y el Producto Interno Bruto (PIB) de la economía, este indicador mostró una clara tendencia ascendente y un aumento acumulado de alrededor de 25 puntos porcentuales: de un 18% del PIB en los primeros años de la posguerra (algo menos en algunos años) a un 43% en 1974 (Gráfico I.5, pág. 55). Su comportamiento fue, sin embargo, heterogéneo a lo largo del tiempo y estuvo estrechamente relacionado con la creación de nuevos intermediarios financieros.

El fuerte ascenso que mostró este indicador a comienzos de la década del treinta fue generado por la deflación que experimentó la economía colombiana durante los primeros años de la Gran Depresión, ya que las deudas mantuvieron, como es obvio, sus valores nominales. La fuerte caída posterior fue generada, a su vez, por la inflación producto de la fuerte devaluación de la moneda en 1932 - 1934 y por la disminución de la cartera hipotecaria. En términos de las tendencias de la profundización financiera, los datos de 1929 - 1934 no son, por lo tanto, representativos.

Si los dejamos de lado, la profundización financiera aumentó durante el auge de los años veinte, aunque continuó siendo todavía baja, y se estancó desde mediados de los treinta hasta 1950 en los niveles modestos alcanzados en los años previos a la Gran Depresión. La razón básica de este estancamiento en los quince años previos a la reforma de 1951 fue la fuerte contracción del crédito hipotecario y, en menor medida, el lento marchitamiento de las actividades de los bancos extranjeros. El único factor importante de compensación durante los años treinta y cuarenta fue la expansión de la Caja Agraria.

A este estancamiento le sucedió un fuerte aumento de este indicador durante la bonanza cafetera de la primera mitad de los años cincuenta. Este auge se dividió casi por mitades entre el crecimiento de la banca comercial privada y la pública, y en este último caso no solo de la Caja Agraria, sino de las nuevas entidades estatales creadas durante estos años (Bancos Popular y Cafetero; el Ganadero solo sería creado en 1956). Aunque alimentada en parte por el auge cafetero, esta

GRÁFICO I. 5 | **Profundización financiera** (activos)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

expansión pude verse también como resultado de las medidas de intervención estatal, que incluyeron los primeros mecanismos de crédito de fomento.

No obstante, entre 1955 y 1967, tras la fase de descenso de los precios del café y el estrangulamiento externo, la profundización financiera se mantuvo en torno a un nivel del 30%, aunque con fuertes fluctuaciones. La banca privada mostró una fuerte contracción inicial, entre 1957 y 1960, que sucedió a la expansión previa, y que generó, por lo tanto, un nuevo ciclo de auge y contracción financiera, aunque mucho más moderado que el de los años veinte y treinta, y de los que se experimentarían con posterioridad. La recuperación del índice de profundización en el resto de los sesenta descansó sobre los nuevos bancos oficiales (no ya la Caja Agraria, cuyo dinamismo relativo se redujo) y las corporaciones financieras.

Finalmente, entre 1967 y 1974, el indicador de profundización retomó una fuerte senda ascendente, hasta alcanzar el mencionado 43%[10]. Los principales agentes en este proceso de expansión fueron las nuevas instituciones privadas,

10 No es, por lo tanto, correcta, la apreciación de Urrutia, Lizarazo y Caballero (2006, pág. 35) según la cual "entre 1965 y 1973, la época dorada de la represión financiera, no hubo profundización". La comparación es, además, imprecisa porque parte de un año atípico en términos de profundización, 1965, y utiliza un indicador que excluye a la Caja Agraria y al BCH. Esta afirmación sería aún más incorrecta si nos refiriéramos al periodo 1951 - 1974 como un todo.

las corporaciones financieras, y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda; por el contrario, hubo una contracción relativa de los bancos oficiales.

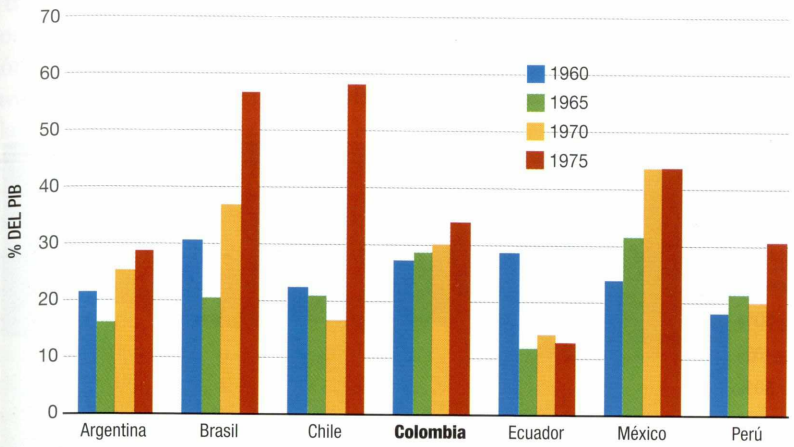
Una de las contrapartidas más importantes de este proceso fue el endeudamiento creciente de las sociedades no financieras, que mostró una tendencia ascendente (medida como pasivos externos a totales) desde comienzos de los cincuenta, con una ligera pausa en la segunda mitad de los sesenta (Carrizosa, 1986, pág. 31-33). La creciente preferencia por el endeudamiento sobre los aportes accionarios, que habían sido dominantes históricamente, estuvo ligado, según este y otros autores, a problemas tributarios, en especial a la introducción de la doble tributación en 1953 y a los aumentos posteriores de la tarifa de impuestos a las sociedades. El problema se agudizaría, como veremos en el capítulo siguiente, con la inflación persistente que se entronizó en el país desde mediados de los años setenta.

Si bien la profundización financiera representó un avance sustancial, nuestro país se mantuvo rezagado al final del periodo analizado frente a los países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero, de acuerdo con la información suministrada por el Banco Mundial. Aunque en Colombia el crédito interno provisto por el sector bancario (como porcentaje del PIB) aumentó en siete puntos porcentuales entre 1960 y 1975, hasta llegar a niveles cercanos al 34% en 1975, Brasil y Chile alcanzaron niveles superiores al 50%[11] y México llegó al 43%. No obstante, Colombia se colocaba a final del periodo de análisis por encima de Argentina, Ecuador, Perú y Venezuela y, por lo tanto, en un punto intermedio en el panorama latinoamericano (Gráfico I.6, pág. 57).

En términos de estructura del sector, los tres elementos más importantes durante este periodo fueron la consolidación de un modelo de banca especializada, que se enriqueció con la creación de dos nuevos tipos de intermediarios; la fuerte presencia de la banca oficial y el papel creciente del crédito de fomento. Siguiendo el modelo diseñado por Kemmer, los bancos comerciales continuaron prestando a corto plazo (normalmente hasta un año) los recursos de cuentas corrientes y de ahorro, y a mediano y largo plazo; el crédito de fomento utilizando el redescuento del banco emisor. El único banco hipotecario, el BCH, captaba a través de cédulas para financiar la vivienda urbana y se beneficiaba de algunas inversiones forzosas a su favor y del acceso a algunas líneas del Banco de la República. Las corporaciones financieras prestaban a mediano y largo plazo con recursos externos o fondos

11 Esto también es cierto de Panamá, pero en ese caso la comparación es engañosa, ya que se trata de un centro financiero internacional y por ello se excluye del gráfico.

GRÁFICO I. 6 | **Crédito interno provisto por el sector bancario**



FUENTE: BANCO MUNDIAL

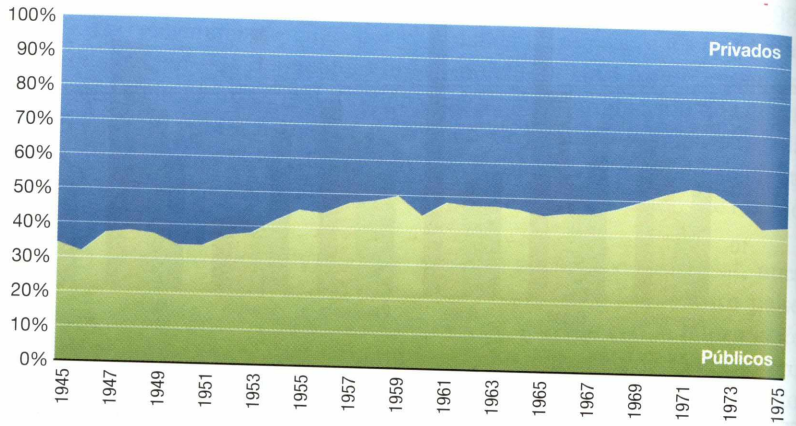
del Banco, con pocos recursos del público, ya que su principal instrumento de captación de recursos, los bonos, tuvo escaso desarrollo. Finalmente, al término de nuestro periodo, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda captaban en distintas modalidades de cuentas en Upac y prestaban al sector de la vivienda.

El segundo elemento se materializó en la creación y consolidación de las entidades financieras oficiales (o semioficiales, en el caso del Banco Ganadero). Las entidades bancarias estatales ya representaban una tercera parte o más de los activos del sector crediticio en los primeros años de la posguerra[12]. Pasaron de representar casi la mitad a finales de los cincuenta y oscilaron ligeramente por debajo del 50% durante la década de los sesenta y hasta 1972, pero terminaron el periodo en descenso (al 43%), debido al fuerte despegue de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (Gráfico I.7, pág. 58). En términos de participación en el PIB, la gran expansión se dio durante la primera década de la posguerra, cuando aumentaron del 6% al 14% del PIB (en 1956); su expansión posterior fue mucho más lenta y fluctuante, y terminaron el periodo en un 16% (Gráfico I.7, pág. 58).

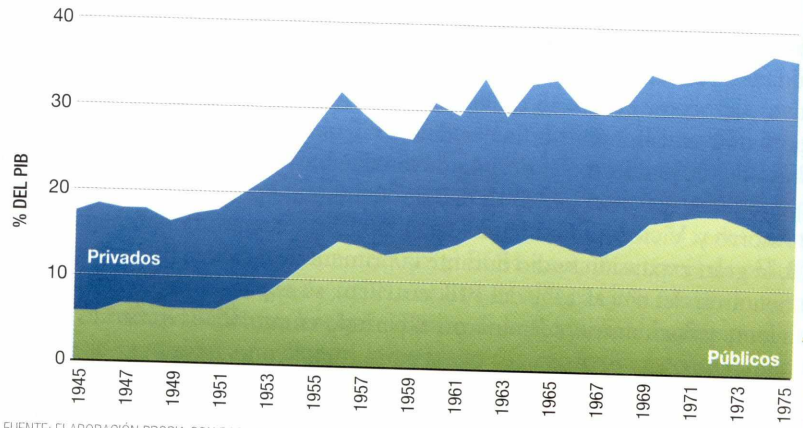
12 Esta proporción había sido aparentemente mayor en los años treinta, pero eso se debió a la cartera del Banco Agrícola Hipotecario en proceso de marchitamiento. Un mejor punto de arranque para estos cálculos es, por lo tanto, el inicio de la posguerra.

GRÁFICO I. 7 | **Composición del sistema bancario por activos** (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

Entre estas entidades, dos de las que habían sido creadas durante la crisis de los treinta, la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario, continuaron siendo actores esenciales del sistema financiero durante todo el periodo. Sin duda, este fenómeno estuvo asociado en gran parte a la introducción de inversiones forzosas a favor de estas entidades y el tratamiento preferencial de ellas por parte del Banco de la República[13]. La Caja Agraria fue la entidad más grande del sistema durante la década de los cincuenta y sesenta, con una participación en el total de activos del sector que superó el 20% en los cincuenta pero se redujo a un 15% a finales de los sesenta. A comienzos de los setenta perdió, sin embargo, su posición como líder del sistema. Así mismo, el BCH, aunque no tan importante como los bancos hipotecarios de los años veinte[14], estuvo en general en torno o por encima de la décima parte de los activos del sector, colocándose generalmente entre las cinco principales entidades. Más aún, a diferencia de la Caja Agraria, tuvo un auge hacia el final del periodo, gracias al auge en la colocación de cédulas hipotecarias generado por la obligación del Instituto de Seguros Sociales de dedicar una parte de sus recursos al BCH[15]. Este banco alcanzó fugazmente la primera posición en 1971 - 1973, con más del 15% de los activos del sistema.

Las nuevas entidades bancarias especializadas de carácter público, creadas por el Gobierno Nacional en los años cincuenta, experimentaron también un fuerte auge inicial. Tanto el Banco Popular, creado en 1950, como -especialmente- el Cafetero, creado en 1953, tuvieron un despegue rápido. El segundo alcanzó a colocarse entre las cinco principales entidades bancarias desde finales de los años cincuenta y, se mantuvo en general en esa posición hasta el final de nuestro periodo de análisis. El Banco Ganadero, creado en 1956, tuvo un menor éxito relativo, pero desde 1962 logró colocarse entre las diez principales instituciones bancarias. Esto significó que desde este último año, la mitad de los diez bancos más grandes del país era oficial.

La tercera característica estructural fue la dependencia creciente del crédito de fomento. Los redescuentos en el Banco de la República, primero, y los préstamos

13 De acuerdo con Gonzalez y García (2002), la Caja Agraria recibió en promedio entre 1950 y 1962 el 38% de los recursos de crédito (cupos y redescuentos) otorgados por el Banco de la República.

14 Durante los años veinte, los bancos hipotecarios experimentaron un periodo de auge, llegando a concentrar casi el 50% del total del sistema financiero, gracias a las especiales condiciones al crédito externo.

15 La Ley 687 de 1967 determinó que el 80% de los nuevos recursos del ISS para cubrir riesgos de vejez, invalidez y muerte, debería ser invertido en bonos de valor constante del BCH (González y García, 2002, pág. 130). Por lo demás, estos bonos representaron un antecedente de la Upac.

de los fondos de fomento, después, fueron aumentando su participación como fuentes de los créditos otorgados por los bancos comerciales y, aún más, por las corporaciones financieras. En efecto, tal como lo indica el cuadro I.1 (pág. 61), los recursos del Banco de la República por ambas fuentes financiaron el 17% de la cartera de los bancos en 1962 pero aumentaron casi continuamente su participación hasta alcanzar 45% en 1974. Desde su origen, las corporaciones fueron en gran medida intermediarias de los créditos de fomento: financiaron en torno al 60% de su cartera con recursos del Banco de la República entre 1964 y 1972 (con excepción de 1968-1970) y 50% en los dos últimos años del periodo.

Como lo muestra claramente Gómez (1990), el gran beneficiado de esta política fue y seguiría siendo el sector agropecuario, gracias a la obligación que se impuso desde temprano de dirigir una parte sustancial de la cartera hacia dicho sector, lo que sirvió de base para el diseño del Fondo Financiero Agrario, transformado posteriormente en Agropecuario. Por el contrario, el Fondo de Inversiones Privadas no tuvo recursos tan cuantiosos y alcanzó su pico a finales de los sesenta y comienzos de los setenta, es decir antes de terminar nuestro periodo de análisis. El Fondo Financiero Industrial también tuvo recursos limitados y tuvo su mayor importancia en 1974 - 1978. Con la creación de Proexpo en 1967, el sector exportador comenzó a ser otro gran beneficiario de la política de crédito de fomento.

A medida que se fueron creando explícitamente como fondos de fomento, los recursos asignados como inversiones forzosas y créditos externos resultaron insuficientes y, por ende, los fondos continuaron siendo una fuente de emisión monetaria. Durante los años sesenta, y acorde con la anotación previa en torno a que el sector privado fue el gran beneficiario de la emisión en Colombia, los redescuentos totales llegaron a representar un monto cercano al de la base monetaria del país, según las estimaciones de Kalmanovitz y Avella (2003). Aparte de los efectos monetarios expansionistas que tuvo, uno de los costos del sistema de inversiones forzosas y crédito dirigido fue que dejó a los bancos recursos propios cada vez menores para financiar el crédito ordinario de corto plazo, su función tradicional (Urdinola, 1976). De acuerdo con Figueroa, Urdinola y Vélez (1979, pág. 53), el crédito ordinario de corto plazo se redujo de 8,9% del PIB en 1960 - 62 a 5,6% en 1976 - 78. Ante una demanda creciente, esto posiblemente empujó el crecimiento del mercado extrabancario. Esta y otras críticas del crédito de fomento, y el proceso más amplio de represión financiera que acompañó el modelo de intervención estatal en el sector financiero, sembraron la semilla para los cambios de política que se comenzarían a materializar en 1974, tal como veremos en el siguiente capítulo.

CUADRO I. 1 Fuentes de financiamiento de la cartera de los bancos comerciales y las corporaciones financieras

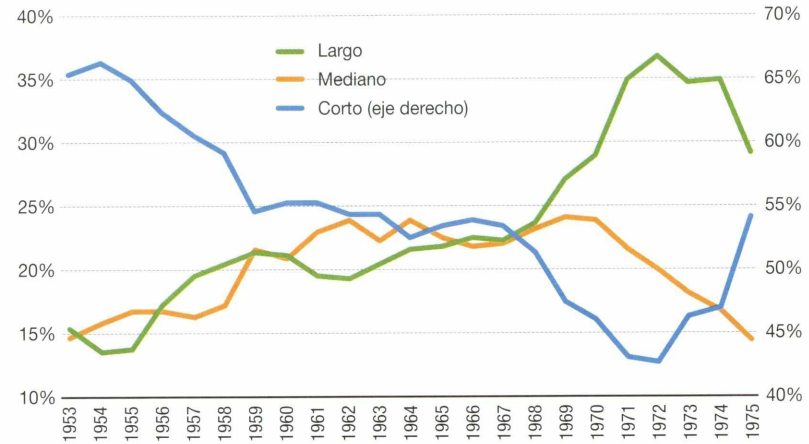
	BANCOS COMERCIALES							CORPORACIONES FINANCIERAS				
	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA		CON RECURSOS FONDOS FINANCIEROS		CON RECURSOS PROPIOS		CARTERA TOTAL	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA		BONOS EN CIRCULACIÓN		CARTERA TOTAL
	$ MILLONES	%	$ MILLONES	%	$ MILLONES	%	$ MILLONES	$ MILLONES	%	$ MILLONES	%	$ MILLONES
1962	645	16,9		0,0	3.162	83,1	3.807					
1963	900	18,9		0,0	3.867	81,1	4.767					
1964	1.242	24,3	158	3,1	3.718	72,6	5.118	336	61,4	46	8,4	547
1965	1.211	21,0	197	3,4	4.363	75,6	5.771	381	61,0	66	10,6	625
1966	1.509	22,8	419	6,3	4.678	70,8	6.606	458	60,9	134	17,8	752
1967	1.436	18,3	415	5,3	6.012	76,5	7.863	511	54,5	215	22,9	938
1968	2.107	23,9	485	5,5	6.234	70,6	8.826	691	30,4	380	16,7	2.271
1969	2.379	24,0	714	7,2	6.803	68,7	9.896	862	29,7	493	17,0	2.906
1970	3.018	25,5	871	7,4	7.949	67,1	11.838	1.303	31,2	583	14,0	4.178
1971	2.751	19,9	993	7,2	10.067	72,9	13.811	3.511	68,7	667	13,1	5.110
1972	2.394	14,8	2.001	12,3	11.833	72,9	16.228	4.186	63,0	878	13,2	6.648
1973	4.320	20,4	3.699	17,5	13.151	62,1	21.170	4.202	50,5	1.556	18,7	8.321
1974	6.184	21,0	7.149	24,2	16.148	54,8	29.481	4.745	50,2	1.594	16,9	9.452
1975	6.416	16,9	8.478	22,3	23.169	60,9	38.063	5.520	44,6	1.516	12,2	12.387
1976	5.193	10,7	11.460	23,6	31.999	65,8	4.8652	5.955	34,4	1.491	8,6	17.299
1977	15.957	22,8	16.024	22,9	38.048	54,3	70.029	6.971	27,4	1.479	5,8	25.428
1978	18.371	21,5	20.410	23,9	46.641	54,6	85.422	9.770	29,6	1.547	4,7	33.056

FUENTE: FAJARDO Y RODRIGUEZ (1980)

Uno de los principales propósitos de la política de crédito de fomento fue, como ya se señaló, alterar los plazos de la cartera. Tal como lo demuestra el gráfico I.8 (pág. 62), este objetivo se logró. Mientras que a principios de los cincuenta el 70% de la cartera bancaria correspondía a créditos de corto plazo, para finales de los años sesenta su participación se había disminuido en más de veinte puntos porcentuales. En contraste, las carteras de mediano y largo plazo presentaron un importante aumento, amparado principalmente por la canalización de redescuentos mediante las entidades de fomento.

Los objetivos de ampliar el acceso al crédito a pequeños y medianos productores estuvieron desde un comienzo en el centro de las políticas de la Caja Agraria y el

GRÁFICO I. 8 | Cartera según plazo

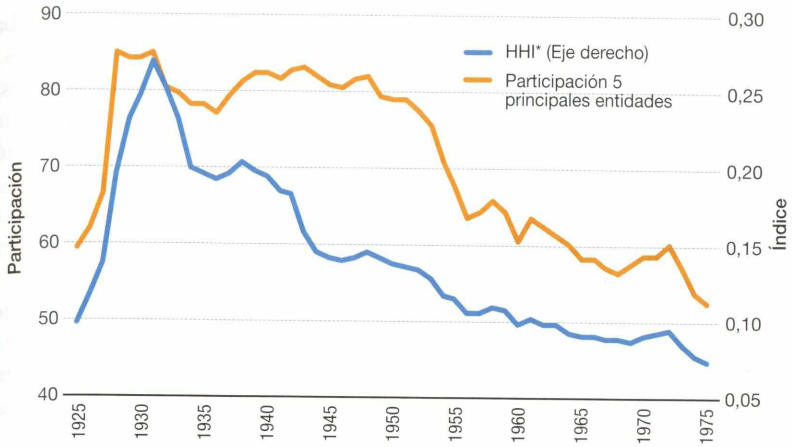


FUENTE: INFORME DEL GERENTE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Banco Popular, así como del Fondo Financiero Agropecuario. La expansión de la Caja Agraria a lo largo y ancho del país permitió también ampliar el acceso, en este caso territorial. En el caso de la vivienda, esto es más cierto en el Instituto de Crédito Territorial (que no se analiza aquí) que en el BCH. Aunque los críticos del crédito de fomento señalan que este benefició ante todo a sectores de altos ingresos, lo mismo fue cierto, e incluso más, con el crédito privado, pero no existen datos para hacer una comparación precisa. En el caso del sector privado, el objetivo de acceso al crédito fue, en el mejor de los casos, secundario. Una excepción notable fue la que con el tiempo se convertiría en la Caja Social de Ahorros, originalmente creada en 1911 por los padres jesuitas como el Círculo de Obreros de San Francisco Javier, hoy Fundación Social, transformada en caja de ahorros después de la reforma de 1923.

La política de crear nuevos tipos de intermediarios financieros se tradujo, por su parte, en un aumento considerable en el número de entidades. Mientras a principios de la década de los cincuenta solamente había registradas 17 entidades financieras, todas ellas de índole bancario, veinticinco años después ya habían registradas más de cincuenta, no solo de tipo bancario, sino también corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda. A partir de la entrada en operación de las primeras en 1963, estas entidades comenzaron a ganar una importancia creciente dentro del sector. Mientras que en su entrada en operación

GRÁFICO I. 9 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

existían apenas cinco de este tipo de compañías, para el fin del periodo de análisis ya existían dieciséis. A ellas se agregaron las corporaciones de ahorro y vivienda, que fueron creadas rápidamente después del lanzamiento del sistema Upac; ya existían nueve en 1974. Nótese que el desarrollo de estas entidades respondió a los cambios institucionales de 1957 - 1960 y 1972, y tuvo un efecto positivo tanto en la diversificación del crédito como en términos de desconcentración de la actividad financiera.

La creación de nuevas entidades se tradujo, a su vez, en una sostenida tendencia a la desconcentración de los activos del sistema financiero colombiano (Gráfico I.9). En efecto, el Índice Herfindahl (también conocido como Herfindahl-Hirschman), uno de los más utilizados para medir concentración industrial, pasó de estar en niveles relativamente concentrados en los años treinta (en torno a 0,20 en un índice que oscila entre 0 y 1) y todavía alto a mediados del siglo (0,14), a niveles más saludables hacia el final del periodo que cubre este capítulo, que muestran una creciente competencia (por debajo de 0,10 puntos). Además, las cinco principales entidades financieras pasaron de tener una participación superior al 80%

en los activos del sistema hasta los primeros años de la posguerra, a una de 60% o menos durante el primer lustro de los setenta.

Un elemento estructural adicional fue el verdadero marchitamiento de la banca extranjera durante los años treinta y cuarenta, hasta representar menos de una décima parte del sistema financiero a mediados de siglo. Desde entonces, la participación de las entidades extranjeras disminuyó un poco más y osciló entre el 6 y el 8% de los activos del sistema financiero. En el momento que se decretó la 'colombianización de la banca', en 1975, dicha participación era de 6,3%. De ahí el limitado efecto que tuvo esta medida, que en cualquier caso afectó a varias entidades, entre ellas los bancos Anglo Colombiano, Citibank y Sudameris, quienes habían estado presentes en el país desde antes de la Gran Depresión.

Otra de las ventajas del desarrollo financiero durante este periodo (y, puede decirse, de la llamada represión financiera) fue la alta calidad de la cartera. De hecho, entre 1950 y 1974, la cartera vencida como proporción de la cartera bruta se mantuvo por debajo del 2%, evidenciando solidez en las cuentas de las entidades financieras, independientemente del vaivén de la coyuntura económica.

Por su parte, la rentabilidad del sistema crediticio presentó un comportamiento disímil. Mientras en la década de los cincuenta el indicador de rentabilidad del activo presentó una tendencia descendente (al pasar de 0,8% en 1950 a 0,46%), exhibió una importante recuperación durante la década de los sesenta (hasta llegar a superar el 1% a principios de los años setenta), como consecuencia de la lógica financiera de las operaciones de redescuento, que representó gran beneficio para las entidades bancarias de fomento (González y García, 2002).

* * * * *

En síntesis, la evolución del sector financiero entre 1950 y 1974 estuvo estrechamente vinculada con la política de fomento, mediante los diversos instrumentos de intervención directa en el balance de las entidades privadas y la consolidación del sistema de banca especializada. El indicador de profundización estuvo caracterizado por una clara tendencia ascendente, coherente con el crecimiento dinámico de la economía nacional. Los indicadores de concentración presentaron, por su parte, un notorio declive. Por último, y no menos importante, la política intervencionista tuvo un importante impacto sobre la composición del sistema financiero, evidenciado principalmente en el fomento de la banca estatal y en la creación de dos nuevos tipos de intermediarios financieros especializados.

CAPÍTULO II

AUGE, CRISIS Y BÚSQUEDA INCONCLUSA DE UN NUEVO MODELO DE DESARROLLO FINANCIERO, 1974 - 1990

En términos de estructura económica, el periodo que cubre este capítulo fue de transición entre el modelo de fuerte intervención estatal que prevaleció en la economía y en el sector financiero, hasta mediados de los años setenta, y el de mayor libertad para funcionamiento de los mercados, que finalmente impuso la apertura económica de comienzos de los noventa. La transición, más que planeada por las autoridades como un proceso gradual, fue el resultado de la mezcla de las críticas al modelo precedente, con la ausencia de un consenso o la decisión firme de algún gobierno de poner en marcha uno nuevo. Una implicación importante es que, más que por factores estructurales, la economía pasó a estar dominada por vaivenes macroeconómicos coyunturales, que comenzaron a ser particularmente intensos durante estos años.

En materia financiera, las nuevas tendencias se tradujeron en unas primeras medidas de liberalización en 1974, que fueron sucedidas por el freno generado por la fuerte política de estabilización orientada a manejar la bonanza cafetera que se inició en 1975. Esta primera fase fue sucedida por una liberalización de mayor alcance en 1979 - 1980, que dio lugar a un ciclo de auge y colapso finan-

ciero en el periodo 1979 - 1986. Este fue un reflejo moderado del ciclo mucho más intenso que experimentaron otros países latinoamericanos, donde el auge crediticio fue de mayor alcance, así como el colapso posterior, que se tradujo en la crisis de la deuda y en una década perdida en materia de desarrollo económico.

Las repercusiones de estos eventos en el sector financiero fueron profundas. Implicaron la frustración de la primera liberalización financiera y la adopción de normas de regulación y supervisión prudencial más estrictas que ayudaran a evitar y, si tienen lugar, a manejar las crisis del sector, que generalmente ocurren en el contexto de crisis macroeconómicas. Todo ello representó un nuevo paso en el camino de garantizar la estabilidad financiera, un tema que no había sido muy importante en la fase anterior pero que se tornaría fundamental si se quería transitar a un mercado más libre y superar, así, la denominada 'represión financiera'. Como paradoja, la nacionalización u oficialización de las entidades que se quebraron durante la crisis de comienzos de los años ochenta implicó que las primeras medidas de liberalización terminaran acrecentando la participación del Estado en el sector financiero. No menos importante, en esta transición, el sector financiero y la economía en su conjunto tuvieron que aprender a vivir, por un periodo relativamente prolongado, en un ambiente de tasas de interés mucho más altas que en el pasado.

Siguiendo la estructura señalada en la introducción, la primera sección repasa los eventos macroeconómicos del periodo. La segunda enfoca su atención sobre los primeros ensayos de liberalización y manejo de la crisis financiera de comienzos de los ochenta. Por último, la tercera analiza los efectos de unos y otros desarrollos sobre el sector financiero.

1. LOS VAIVENES MACROECONÓMICOS

Las críticas al modelo de industrialización dirigida por el Estado se hicieron cada vez más abiertas en Colombia, como en toda América Latina, desde comienzos de los años setenta. De hecho, puede decirse que el Plan de Desarrollo de la administración Pastrana Borrero fue el primero que no perteneció a la visión de la industrialización como motor de desarrollo, como lo habían sido el Plan Decenal de la administración Lleras Camargo y el Plan 1969 - 1972 hecho público a finales de la administración Lleras Restrepo. La idea de que era necesario modificar el modelo de desarrollo se abrió paso gradualmente y se materializó, entre otras medidas, en la decisión de la administración Pastrana Borrero de volcar el motor de crecimiento hacia la construcción, en las primeras decisiones de apertura a las importaciones adoptadas por dicha administración en 1973 - 1974 y en las

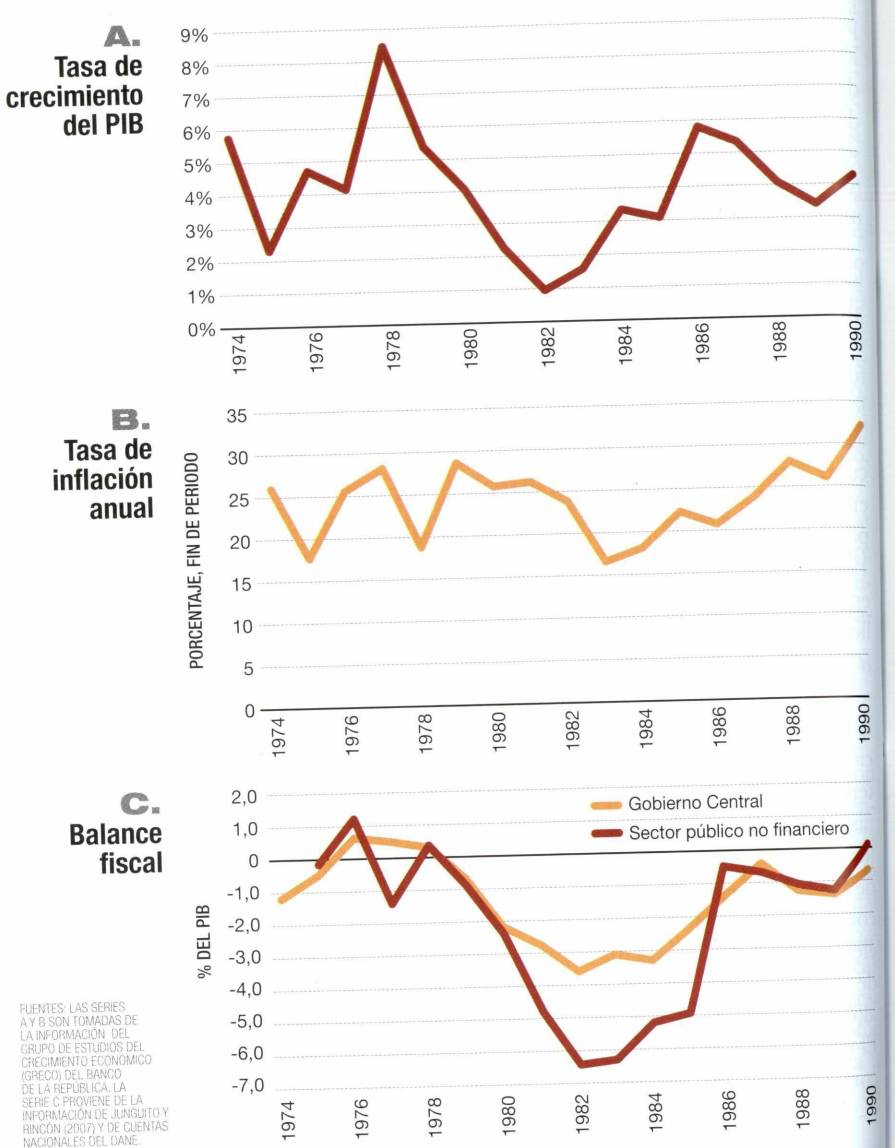
que adoptó la administración López Michelsen al inicio de su mandato. Se materializó igualmente en el giro de la administración López Michelsen hacia una política de fomento a las exportaciones no tradicionales, con un menor énfasis en los Certificados de Abono Tributario (CAT) y más en la tasa de cambio y el crédito de Proexpo, así como en la relegación del Pacto Andino a un segundo orden de prioridad. Las primeras decisiones en materia de liberalización financiera que se adoptaron a comienzos de la administración López Michelsen, a las cuales me referiré más adelante, pertenecen a esta generación de reformas graduales de mediados de los setenta.

Sin embargo, estas reformas estructurales, como las que sucedieron a finales de la década, durante la administración Turbay Ayala, fueron graduales, no abarcaron ciertos ámbitos (el control de cambios, por ejemplo) y solo la financiera tendría continuidad parcial, ya que la de comercio exterior sería revertida con fuerza durante la crisis de comienzos de los años ochenta y solo se reiniciaría de forma gradual a mediados de esa década. Algunas de las aspiraciones de cambio estructural fueron, además, abandonadas debido a eventos posteriores, en particular la propuesta de la administración López Michelsen de convertir a Colombia en una gran nación exportadora (el 'Japón de Sudamérica'), que fue derrotada por la revaluación que se produjo durante la bonanza cafetera que se inició en 1975. Más bien, el conjunto de hechos que se desarrolló a partir de la bonanza de entonces muestra la ausencia de una nueva y clara estrategia de desarrollo, que llevó a la economía en lo fundamental a bailar al son de las coyunturas (Ocampo *et al.*, 2015).

La política macroeconómica inicial de la administración López Michelsen fue la adopción de un paquete de ajuste orientado a contener la aceleración inflacionaria que se produjo a mediados de los setenta, en parte como reflejo de una tendencia internacional, pero también como la interpretación de la nueva administración de la laxitud fiscal que la precedió. El Gobierno impuso severos controles al gasto público, decretó una ambiciosa reforma tributaria, elevó la mayoría de tasa de interés y liberó algunas, y aceleró temporalmente la devaluación para compensar la reducción de los subsidios a las exportaciones no tradicionales. El efecto de estas medidas fue una fuerte desaceleración económica y una reducción de la inflación en 1975, aunque manteniendo en este último caso niveles todavía altos en relación con los que habían prevalecido hasta comienzos de los setenta. El déficit fiscal se redujo, la tasa de cambio real se devaluó y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó (Gráficos II.1 y II.2, págs. 68 y 69).

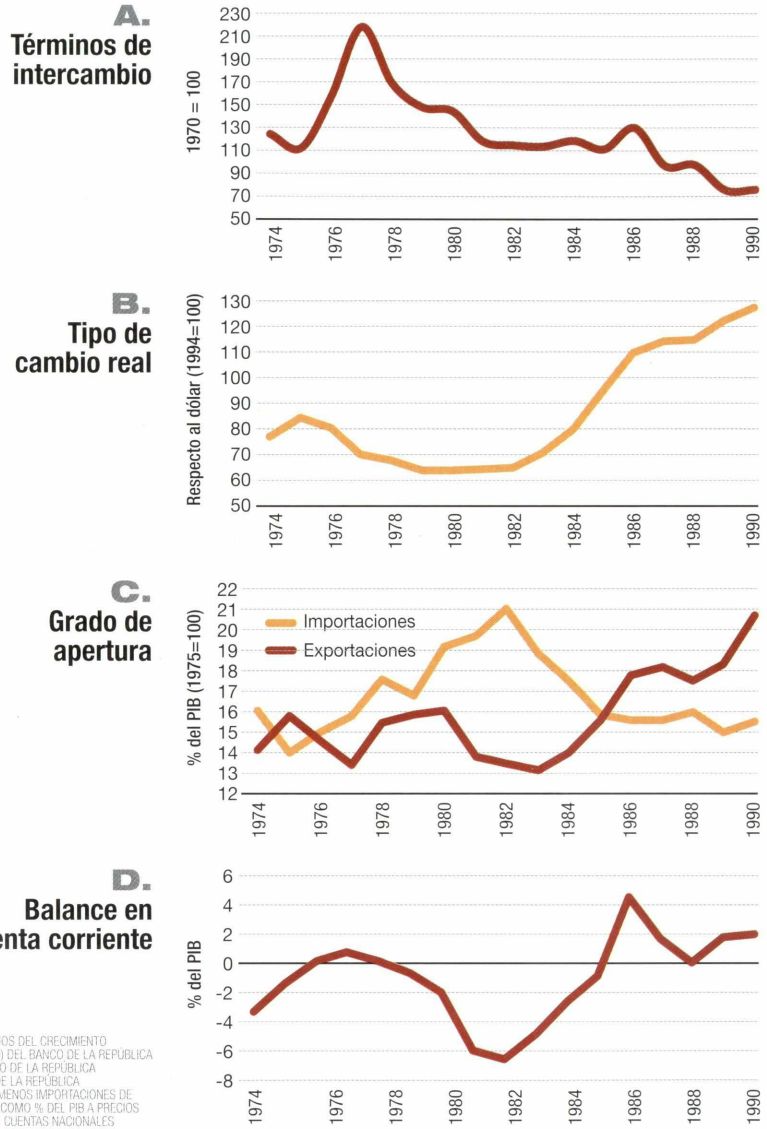
La bonanza cafetera que se inició a mediados de 1975, y la consecuente y

GRÁFICO II. 1 | Principales variables macroeconómicas



FUENTES: LAS SERIES A Y B SON TOMADAS DE LA INFORMACIÓN DEL GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA. LA SERIE C PROVIENE DE LA INFORMACIÓN DE JUNGUITO Y RINCÓN (2007) Y DE CUENTAS NACIONALES DEL DANE.

GRÁFICO II. 2 | Principales variables del sector externo



FUENTES:
A) GRUPO DE ESTUDIOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO (GRECO) DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
B) GRECO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CEPAL Y BANCO DE LA REPÚBLICA
D) EXPORTACIONES MENOS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES, SEGÚN CUENTAS NACIONALES

fuerte mejoría en los términos de intercambio del país (Gráfico II.2, pág. 69) dieron lugar a nuevas medidas de ajuste macroeconómico, pero ahora el eje fue la esterilización monetaria del exceso de divisas. Este plan usó tanto medidas similares a las adoptadas durante la Segunda Guerra Mundial con el mismo propósito, como el uso agresivo de los encajes para reducir el multiplicador de los medios de pago. Algunas de las medidas adoptadas durante el plan de estabilización de comienzos de la administración López Michelsen se acentuaron, en particular el ajuste fiscal, pero otras se revirtieron, en especial la expectativa de contar con una tasa de cambio real más competitiva y de transitar gradualmente hacia tasas de interés más libres. Los dos instrumentos más importantes de contención de los efectos monetarios de la acumulación de reservas fueron el sistema de certificados de cambio y el aumento drástico de los encajes bancarios. En el primer caso, se estableció a los exportadores la obligación de recibir certificados de cambio que solo podían ser redimidos tres o cuatro meses después de su expedición, con lo cual se generaba una revaluación de la moneda y se difería la monetización de las reservas internacionales a través de un 'ahorro forzoso'. Así se moderaba el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas. Por su parte, todos los encajes se elevaron de nuevo, incluyendo en enero de 1977 un encaje marginal del 100% sobre las cuentas corrientes, que duraría tres años. Por otra parte, en conjunto con la austeridad fiscal, la administración adoptó rígidos controles al endeudamiento externo, público y privado; creó mecanismos adicionales de ahorro forzoso orientados específicamente a los cafeteros (el pago de parte de la cosecha en Títulos de Ahorro Cafetero, que se acumulaba al pago de las exportaciones con certificados de cambio), y trasladó los depósitos oficiales desde las entidades financieras hasta el Banco de la República, para que sirvieran también como mecanismo de contención monetaria.

En términos del comportamiento de la demanda agregada y la actividad económica, los choques externos positivos prevalecieron sobre las fuertes medidas anticíclicas, generando un crecimiento económico que se prolongó hasta 1979, cuando puede decirse que terminó la bonanza, aunque los precios del café siguieron siendo buenos en 1980. El crecimiento para el periodo 1975 - 1979, de 5,7% anual (con un año extraordinario, 1978), fue en todo caso inferior al que había experimentado la economía colombiana durante el auge de 1967 - 1974 y, de hecho, similar al de los años de estrechez cambiaria de finales de los cincuenta y el grueso de los sesenta (véase, al respecto, el gráfico I.1 del capítulo anterior, pág. 33). Estuvo acompañado, además, de una inflación moderada, que se tornaría 'inercial' por un cuarto de siglo y que derrotó las expectativas antiinflacionarias

del paquete inicial de la administración López Michelsen. Por su parte, el balance del gobierno central y la cuenta corriente de la balanza de pagos experimentarían superávit, hasta 1978 y 1980, respectivamente, y la tasa de cambio real se apreció de manera importante (Gráficos II.1 y II.2, págs. 68 y 69).

La administración Turbay Ayala adoptó a partir de agosto de 1978 un programa radicalmente diferente, de hecho expansionista en materia fiscal y de endeudamiento externo, que en nada recordaba los esfuerzos de austeridad fiscal de su antecesor. El Plan de Desarrollo de dicha administración planteó, en efecto, la necesidad de acelerar la integración nacional mediante un plan masivo de inversión pública financiado con crédito externo. Debido al temor de que la ampliación del gasto público tuviera efectos inflacionarios, aceleró la liberación de importaciones: redujo en cerca de cinco puntos porcentuales el arancel promedio, trasladó en gran escala productos del régimen de licencia previa al de libre importación y creó el sistema de las 'licencias globales' para promover la importación de bienes de capital. Como elemento de continuidad con el pasado, la administración adoptó un nuevo plan de contracción monetaria, que se concretó a comienzos de 1980, pero con un mecanismo enteramente nuevo: la venta masiva de títulos del Banco de la República en el mercado (operaciones de mercado abierto) bajo un régimen en el cual la mayoría de las tasas de interés se liberó y que redujo los encajes (véase la sección 2 de este capítulo)[16].

Una de las implicaciones del nuevo paquete de políticas fue que Colombia entró, entre 1980 y 1982, aunque afortunadamente de manera tardía, en el auge de financiamiento externo que venían experimentado otras naciones latinoamericanas. Sin embargo, el punto de partida de esta fase de endeudamiento fue muy favorable, gracias a la cantidad considerable de reservas internacionales que se habían acumulado durante los años de bonanza, que para 1979 eran solo ligeramente inferiores a la deuda externa del país; es decir, por primera vez en su historia moderna, la deuda externa neta de Colombia era prácticamente de cero (Cuadro II.1, pág. 72). Esto le daría al país un margen de defensa con el cual no contaron otros países de la región ante la crisis latinoamericana de la deuda que se desencadenó en 1982.

No obstante, como otras fuentes de expansión (en particular los precios del café) habían cambiado de signo, ni la política fiscal expansiva, ni el auge de financiamien-

16 Una parte importante de los 'títulos de participación' que vendió el Banco de la República durante estos años estaba orientado a reducir el faltante de recursos de los fondos de fomento y, por esta vía, evitar la expansión monetaria que se generaba con ellos. Véase al respecto, la segunda sección de este capítulo.

CUADRO II. 1 | **Deuda externa** (Millones de dólares)

	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1970	1.050	325	1.375	404	1.319	1.723	3.098	152	2.946
1971	1.213	344	1.557	405	1.472	1.877	3.434	170	3.264
1972	1.199	392	1.591	432	1.726	2.158	3.749	345	3.404
1973	1.140	365	1.505	470	2.022	2.492	3.997	516	3.481
1974	1.413	302	1.715	486	2.220	2.706	4.421	430	3.992
1975	1.235	367	1.602	479	2.470	2.949	4.551	547	4.004
1976	1.324	404	1.728	510	2.562	3.072	4.800	1.166	3.634
1977	1.075	389	1.464	511	2.779	3.290	4.754	1.830	2.925
1978	1.221	363	1.584	568	2.896	3.464	5.048	2.482	2.566
1979	1.348	473	1.821	565	3.456	4.021	5.842	4.106	1.736
1980	1.742	514	2.256	565	4.324	4.889	7.145	5.416	1.729
1981	2.036	865	2.901	733	5.232	5.965	8.866	5.570	3.296
1982	2.451	1.196	3.647	972	6.078	7.050	10.697	4.831	5.866
1983	2.504	1.285	3.789	1.185	6.876	8.061	11.850	2.999	8.852
1984	2.389	1.451	3.840	984	7.849	8.833	12.673	1.704	10.970
1985	2.038	1.576	3.614	1.326	9.595	10.921	14.535	1.975	12.560
1986	1.711	1.607	3.318	319	12.463	12.782	16.100	3.369	12.731
1987	1.905	1.539	3.444	226	13.842	14.068	17.512	3.334	14.178
1988	2.241	1.560	3.801	311	13.823	14.134	17.935	3.709	14.226
1989	1.492	1.280	2.772	980	13.835	14.815	17.587	3.753	13.834
1990	1.409	1.113	2.522	885	14.586	15.471	17.993	4.402	13.591

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

to, ni el auge crediticio que lo acompañó, se tradujeron en un mayor crecimiento económico. Por el contrario, la economía se desaceleró fuertemente (a 1,0% en su peor momento, en 1982). La cuenta corriente experimentó un deterioro rápido y masivo: de un superávit que había llegado casi al 2% del PIB en 1977 a un déficit de cerca del 7% en 1983. El deterioro estuvo alimentado por la revaluación real adicional y por el fuerte aumento de las importaciones generado por las medidas parciales de apertura (Gráfico II.2, pág. 69). Ello no repercutió inicialmente en las reservas internacionales debido al fuerte endeudamiento externo. Este se orientó en una mayor proporción al sector público y financió gran parte del déficit fiscal, que se amplió también de forma acelerada: al 6,5% del PIB en el caso del sector público

consolidado en 1982, versus un virtual equilibrio durante los años de la bonanza cafetera. El endeudamiento externo del sector privado también aumentó, como parte del auge crediticio de dichos años, que se alimentó con las medidas de liberalización financiera de comienzos de la administración Turbay.

El legado que recibió la administración Betancur fue, por lo tanto, complejo: una virtual paralización de la economía en medio de muy elevados déficits fiscal y externo, una crisis financiera que se desencadenó en 1982 y se profundizaría en los años siguientes, y la persistencia de la inflación. La crisis financiera fue manejada, como veremos, con la nacionalización de varias entidades que estaban en dificultades, así como el suministro de liquidez a otras. Por su parte, el manejo de la crisis macroeconómica dio lugar a dos paquetes de política completamente diferentes.

El primero, adoptado a comienzos de 1983, tuvo como objetivo esencial la reactivación económica. El Gobierno emprendió un plan de vivienda popular y creó múltiples líneas de crédito en el Banco de la República para sectores en crisis, así como un nuevo fondo, el de Capitalización Empresarial (véase la segunda sección de este capítulo). Pese a las nuevas facilidades crediticias, la tasa de interés real se elevó fuertemente (Gráfico II.4, pág. 83), alimentada sin duda por las incertidumbres en los mercados de capitales internacionales relevantes para América Latina, así como por la liberalización, que en materia de tasas de interés se mantuvo. El ajuste fiscal fue moderado, pero incluyó la transformación del impuesto a las ventas en un moderno impuesto al valor agregado (IVA), cuyos beneficios se verían durante la segunda fase de ajuste. En el frente externo, el manejo implicó una reversión radical de la política de apertura comercial que se había iniciado a finales de la administración Pastrana Borrero y que se aceleró durante la de Turbay Ayala. El aumento de los aranceles estuvo acompañado por el más riguroso control directo a las importaciones desde los años sesenta, un aumento de los subsidios a las exportaciones y una aceleración moderada del ritmo de devaluación. Estas medidas estuvieron acompañadas, además, por el reforzamiento del control de cambios internacionales.

La fuerte pérdida de reservas internacionales de 1983 (US$1.717 millones, US$2.457 millones si se agregan las pérdidas de 1982, equivalente al 44% de la reservas de finales de 1981) no solo llevó a acentuar el cierre a las importaciones, sino a un giro fuerte en la política macroeconómica a mediados de 1984, que centró su atención en la corrección del desequilibrio externo. Aunque se mantuvieron el control a las importaciones y los subsidios a las exportaciones no tradicionales, que se habían adoptado durante el programa anterior, sumado a que se reforzó el control de cambios, los elementos básicos de la nueva política fueron la ace-

leración en el ritmo de devaluación y la reducción del déficit fiscal. En el frente fiscal, se combinaron recortes modestos del gasto público con medidas tributarias fuertes, en especial fuertes recargos arancelarios y efectos plenos de la puesta en marcha del IVA; se renegoció, además, la deuda del Gobierno con el Banco de la República a tasas de interés cercanas a cero. La agudización de la crisis financiera, debido a la crisis del Grupo Grancolombiano, llevó, además, a la adopción de medidas más radicales para sanear el sector. Las tasas de interés se mantuvieron, sin embargo, en niveles muy elevados.

Esta segunda fase contó con una monitoría del Fondo Monetario Internacional. Como Colombia había sido afectada por el 'contagio' de la crisis de la deuda de la región, las intervenciones de este organismo multilateral, así como del entonces presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Paul Volcker, esto fue fundamental para evitar que Colombia entrara a hacer parte de los procesos de reestructuración de la deuda. En particular, estas intervenciones facilitaron la negociación de grandes paquetes de crédito con los acreedores privados internacionales, que en esencia comprometieron a los bancos a otorgar nuevos créditos proporcionalmente a sus acreencias con Colombia. El carácter 'semivoluntario' de estos paquetes de financiamiento representó, por lo tanto, un camino intermedio entre los créditos estrictamente voluntarios (que ya no estaban disponibles en gran magnitud para ningún país de la región) y las renegociaciones formales que llevaban a cabo al mismo tiempo otros países latinoamericanos.

Durante los años de ajuste, el crecimiento económico se recuperó en relación con 1982, pero la inflación, después de bajar hasta 1983, retomó su senda ascendente para colocarse en el rango típico de la inflación inercial que se había entronizado en el país. El déficit fiscal se redujo, especialmente en el caso del gobierno central, así como el déficit externo, debido a menores importaciones en un principio; así se produjo una significativa devaluación real. Todo ello, unido a la contención definitiva de la crisis financiera, permitió la transición a una senda macroeconómica más sostenible.

La recuperación y el tránsito hacia una nueva fase de crecimiento fueron acelerados por la 'minibonanza' cafetera de 1986, mucho más moderada, tanto en intensidad como en duración, a la de la segunda mitad de los años setenta. El aumento de los precios del grano, que se inició a finales de 1985, permitió una fuerte recuperación de la actividad económica, un crecimiento cercano al 6% en 1986, en conjunto con un superávit en cuenta corriente y un déficit fiscal modesto, especialmente del sector público consolidado, facilitado en este caso por el superávit del Fondo Nacional del Café. Este último implica que, al igual que en la bonanza

precedente, parte del ajuste recayó sobre el 'ahorro forzoso' de los cafeteros, aunque en este caso sin tener que revertir la devaluación real de los años anteriores. Obviamente, la menor intensidad y duración del periodo de altos precios del café, así como las incertidumbres que todavía rondaban en los mercados de crédito externo relevantes para América Latina, impidió que se tradujera en una nueva revaluación real, como había sido típico en el pasado.

Aunque la bonanza cafetera resultó muy corta, la economía logró mantener un ritmo de crecimiento aceptable en los años siguientes, lo cual fue sobresaliente en un contexto latinoamericano que siguió siendo negativo. Esto fue posible, en especial, al rápido crecimiento de las exportaciones mineras y no tradicionales, que elevaron sustancialmente el coeficiente de exportaciones de Colombia en la segunda mitad de los ochenta. Así se rompió por lo demás con una larga fase, que había durado cuatro décadas, durante las cuales el coeficiente de exportaciones se redujo primero y se estancó posteriormente (véanse, al respecto, los gráficos I.2, pág. 34 y II.2, pág. 69). Con los acuerdos con el Banco Mundial de mediados de la década, se inició una gradual apertura a las importaciones, pero el coeficiente respectivo se mantuvo relativamente constante. La mezcla de una tendencia positiva de las exportaciones, el coeficiente moderado de importaciones y una tasa de cambio competitiva fue una cuenta corriente fuerte, pese a unos términos de intercambio internacionales adversos.

El crecimiento económico se tendió a desacelerar a partir de 1988, al tiempo que se aceleraba de nuevo la inflación. El escaso dinamismo de la demanda interna fue la causa fundamental del primero de estos procesos. Sin embargo, el protagonista macroeconómico de finales de los ochenta fue el tipo de cambio, debido a dos eventos diferentes. El primero fue el colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café en 1989. La incertidumbre que generó este hecho llevó a la administración Barco a acelerar el ritmo de devaluación a partir del segundo semestre de ese año, por temor a enfrentar de nuevo déficits externos apreciables. El segundo evento fue la decisión de iniciar un proceso de liberación gradual de importaciones en febrero de 1990. Debido a los efectos adversos de esta decisión sobre la balanza de pagos, se pensó que una tasa de cambio muy competitiva era clave para el éxito de esta apertura comercial. Hacia finales de 1990 fue evidente, sin embargo, que los altos ritmos de devaluación se estaban traduciendo en una aceleración de la inflación, que en dicho año alcanzó el nivel más alto en varias décadas (32,4%, un nivel que solo se había alcanzado en la posguerra en 1963). Esto dio paso al programa de estabilización que lanzó la administración Gaviria a comienzos de su mandato, que se analiza en el siguiente capítulo.

Cabe anotar, finalmente, y como puente entre los temas que se analizan en esta y la siguiente sección, que dos características del manejo monetario y crediticio del periodo que analizamos en el capítulo fue la mayor inestabilidad generada por la acumulación y desacumulación de reservas internacionales, pero también la mayor capacidad de estabilización de dichas fluctuaciones, con una mezcla de instrumentos diferentes al pasado. La primera de estas características refleja, sin duda, diferencias fundamentales en el funcionamiento de la economía antes y después de mediados de la década de los setenta, entre ellas la mayor volatilidad de los flujos internacionales de capitales. La compensación de estas fluctuaciones se logró tanto utilizando aquellos que afectaban la base monetaria (créditos del Emisor a los sectores público o privado, y operaciones con pasivos no monetarios) como al multiplicador (política de encaje). Aunque, según hemos visto, estos últimos se siguieron utilizando activamente, los primeros adquirieron una mayor importancia. En efecto, mientras en el periodo 1940 - 1974 solo un 46% de los efectos contraccionistas o expansionistas de las reservas fue compensado a través del manejo de otros activos netos que conforman la base. Esta proporción se elevó al 83% en 1975 - 1987. Además, la capacidad estabilizadora fue mucho mayor: mientras en el periodo 1940 - 1974, el 67% de las presiones sobre los medios de pago fue compensado a través de otras operaciones que afectaban la base, en 1975 - 1987 esta proporción se elevó al 97% (Ocampo, 1989).

2. CAMBIOS INSTITUCIONALES Y EL MANEJO DE LA CRISIS FINANCIERA

a. Las primeras medidas de liberalización financiera

El ambiente en favor de una gran transformación institucional del sector crediticio se fue haciendo cada vez más fuerte a comienzos de la década del setenta, como había acontecido a comienzos de los veinte y finales de los cuarenta, que en su momento abrieron el paso a las reformas de 1923 y 1951. En todos estos casos, el debate nacional estuvo orientado por las ideas y el ambiente internacional, que pregonaban la necesidad de liberar las fuerzas del mercado. La reforma financiera de 1974, que adoptó la administración López Michelsen a comienzos de su mandato, fue el primer paso en esta dirección. Aunque la creación del sistema Upac había garantizado una tasa de interés real positiva para los ahorradores, rompiendo un patrón de más de dos décadas, siguió la tradición del periodo anterior de crear nuevos intermediarios especializados para realizar distintas actividades crediticias y de utilizar el Banco de la República para la transformación de los plazos que requerían los créditos de largo plazo. Por el contrario, la reforma de 1974 no creó nuevos intermediarios especializados[17], sino que buscó una mayor competencia entre los existentes, así como reducir la dependencia de los recursos primarios del Banco de la República en la generación del crédito al sector privado. Fue, sin embargo, un paso apenas moderado hacia un mercado financiero más libre y, en cualquier caso, su desarrollo fue interrumpido muy pronto por las medidas de contracción monetaria adoptadas durante la bonanza cafetera que se inició en 1975.

La justificación básica de esta reforma, como las que le sucederían en 1979-1980, fue que la excesiva intervención del Gobierno en la determinación de las tasas de interés y en la asignación del crédito estaba frenando el desarrollo del sector financiero. En términos estrictos, como vimos en el capítulo anterior, la actividad financiera se venía profundizando en las décadas precedentes, aunque dependiendo de la creación de nuevas entidades, oficiales primero y privadas después, y en este último caso tanto las reguladas (las corporaciones financieras en los sesenta y las corporaciones de ahorro y vivienda en los setenta) como, en menor medida, las no reguladas (en especial las que después se denominaron compañías de financiamiento comercial). Sin embargo, las regulaciones se habían tornado cada vez más complejas y generaban una continua fricción entre las funciones del Banco de la República como banco central y como cabeza, simultáneamente, del sistema de crédito de fomento. Además, con la excepción de la Upac, las tasas de interés se rezagaron con la aceleración de la inflación en 1973 - 1974 y la inercia que adquirió la dinámica de aumento de los precios desde entonces.

Para iniciar la superación de esta represión financiera, según la terminología que, como vimos, pusieron en boga entonces Ronald McKinnon y Edward Shaw, la reforma elevó las tasas de interés de ahorro y a término y liberó las que podían cobrar los bancos comerciales en sus operaciones ordinarias (Jaramillo, 1982; Kalmanovitz y Avella, 1998; Ortega, 1979). Al mismo tiempo, y para reducir la heterogeneidad de las tasas de interés pasivas generadas por la introducción de la Upac, puso un techo a la corrección monetaria y en la reforma tributaria que se expidió por la misma época gravó una parte de la corrección monetaria. De esta manera, aunque por una y otra vía eliminó el carácter de la Upac como instrumento de 'poder adquisitivo constante', el Gobierno corrigió la gran asimetría en las tasas de interés que se había generado con su creación

17 En 1973, mediante el Decreto 1773, y en 1974 con el Decreto 971, se había dado, sin embargo, un paso al reconocimiento de los agentes que operan en el mercado extrabancario, pero su reconocimiento definitivo solo se daría, como veremos, en 1979, cuando se vinieron a denominar Compañías de Financiamiento Comercial.

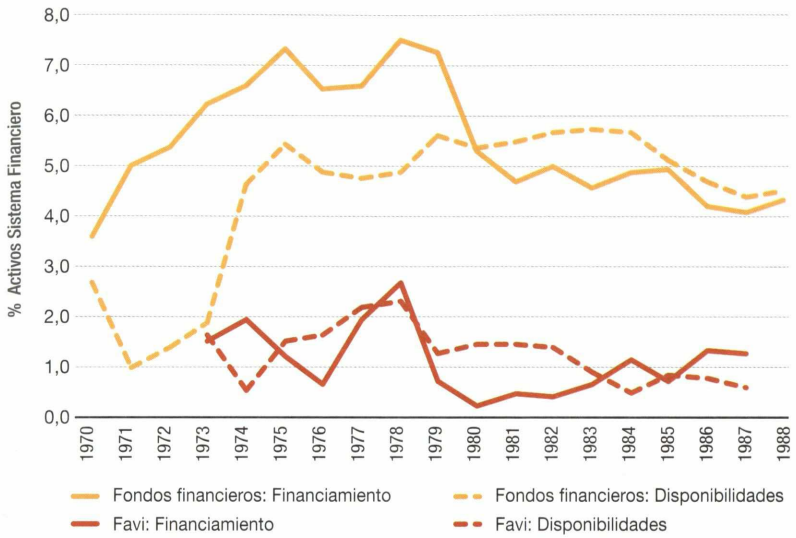
y que hubiera sido imposible mantener por mucho tiempo, particularmente en un ambiente en el que se entronizó una inflación inercial, cuyo efecto sobre las tasas de interés ya estaba incluido en el diseño de la Upac pero no en el resto de tasas. Sin embargo, el Gobierno se abstuvo de liberar las tasas de interés pasivas o las activas para las operaciones de fomento. Por otra parte, se redujeron los requisitos de encaje para dar al sistema bancario más libertad para prestar sus propios recursos.

Con este conjunto de medidas, se buscaba que los intermediarios compitieran más activamente por atraer el ahorro financiero directamente del mercado, gracias a unas tasas de interés más atractivas. Aunque el crédito de fomento no se desmontó, fue objeto de una importante reorganización, mediante la cual varias líneas fueron suprimidas, al igual que algunas inversiones forzosas que eran su contrapartida. Se buscó también reducir los recursos de emisión que se canalizaban a través del crédito de fomento, aumentando sus disponibilidades. Sin embargo, el efecto neto fue insuficiente y los fondos de fomento siguieron siendo una fuente de emisión (Gráfico II.3, pág. 79). Nótese que esto no es cierto en el caso del Favi, cuyo comportamiento fue estrictamente cíclico, y por lo tanto tendió a ser una fuente de emisión durante años de iliquidez del sistema Upac (especialmente 1984 y 1986 - 1988), pero en general fue superavitario. Cabe agregar que, como parte del menor énfasis otorgado a los mecanismos de fomento, las inversiones del IFI en nuevas empresas entraron en un proceso de franco marchitamiento.

Desde el punto de vista de regulación monetaria, aparte de reducir los encajes, la reforma limitó el acceso de los bancos a los recursos del Emisor, salvo para los créditos ordinarios con finales de liquidez y los créditos de fomento. Elevó las tasas de redescuento y las sanciones por desencajes, y modificó el manejo de las primeras para aplicarlas con criterio de política monetaria y no con finales de crédito dirigido. Aunque, finalmente, planteó la posibilidad de introducir nuevos instrumentos de control monetario, en particular las operaciones de mercado abierto, este objetivo no se cumplió por el momento.

Las medidas masivas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera suspendieron, desde mediados de 1975, los efectos de la reforma. En esta coyuntura económica, las autoridades monetarias colombianas adoptaron un plan masivo de estabilización, cuyos elementos fundamentales fueron, según vimos, el uso de los certificados de cambio de maduración diferida y un aumento drástico de los encajes bancarios, tanto a cuenta corrientes (incluyendo el restablecimiento del encaje marginal del 100% en 1977) como de ahorro y depósitos a término. Retornando igualmente a prácticas del pasado, permitió computar dentro del encaje

GRÁFICO II. 3 | **Crédito neto del Banco de la República a fondos de fomento y Favi**



* Incluye Proexpo, FIP, FFAP, FF1, FDE, Fondo de Garantías FCE y Fondo Forestal.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN GÓMEZ (1990) E. INFORME DEL GERENTE A LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

las operaciones de fomento. Fuera de ello, mantuvo o fijó nuevos topes a la tasa de interés.

El manejo de los fondos de fomento durante la bonanza constituyó un elemento de ruptura, pero también de continuidad con las medidas adoptadas en 1974. Por una parte, el acceso a los recursos de los fondos fue una de las excepciones a las fuertes medidas monetarias y crediticias contraccionistas, por lo cual el crédito pasó a depender más, aunque solo en forma temporal, del redescuento en los fondos de fomento. Por otra, se mantuvieron los esfuerzos por evitar la emisión monetaria a través de los fondos, lo cual era ahora más necesario dada la fuerte orientación contraccionista de la política monetaria. Para el financiamiento del crédito de fomento, se recurrió a la emisión de títulos valores a tasas de interés competitivas; esto significó, sin embargo, que los fondos se vieron obligados a elevar sus tasas de interés para cubrir los mayores costos. Pese a ello, el primero de

estos efectos prevaleció, y los fondos fueron utilizados en mayor escala y se convirtieron en una mayor fuente de emisión, particularmente durante los años del encaje marginal del 100% (Gráfico II.3, pág. 79). Otro curioso elemento de continuidad fue el que introdujo la posibilidad de vender libremente los certificados de cambio en el mercado, que en cierto sentido contribuyó a la transición a tasas de interés más libres, aunque reguladas indirectamente, a través de cambios en los plazos de redención de dichos certificados y los descuentos con los cuales los podía adquirir el Banco antes de su maduración (Jaramillo, 1982).

Aunque las medidas anticíclicas adoptadas durante la bonanza lograron su cometido de contrarrestar las fuentes exógenas de expansión monetaria, generaron a su vez innumerables distorsiones dentro del sistema financiero, poniendo en duda la viabilidad de su continuidad, en particular múltiples 'innovaciones financieras' orientadas a eludir los controles. Las principales fueron las ventas de cartera a particulares (que estos compraban con las cuentas que tenían en los propios bancos), las cuentas convenio (depósitos de ahorro, con encajes más bajos, que se trasladaban automáticamente a cuentas corrientes cuando lo requiriera el depositante) y el uso más activo de los 'mandatos comerciales' manejados a través de las secciones fiduciarias de los bancos.[18] Por todas estas vías, la autoridad monetaria perdió parte de la discrecionalidad en el manejo de la liquidez de la economía.

Estas distorsiones, así como el debilitamiento de la bonanza, abrieron el camino para retomar los esfuerzos de liberalización financiera en 1979 - 1980. De acuerdo con el principal vocero de las reformas, Francisco Ortega, se necesitaba, para retomar el control monetario, cambiar la forma de hacer la política respectiva, cambiando los mecanismos de ahorro forzoso y los elevadísimos encajes por operaciones de mercado abierto (OMA, como se vinieron a denominar) en el contexto de un mercado libre de capitales, lo cual exigía la liberación de las tasas de interés pasivas del sistema financiero. Por otra, y retornando a las ideas que rondaron en torno a la reforma de 1974, era necesario, desde un punto de vista más estructural, estimular la formación de ahorro interno y su utilización más eficiente. El problema central era nuevamente, a su juicio, la poca flexibilidad de tasas de interés, es decir, de acuerdo con la terminología ya en boga, superar la represión financiera (Ortega, 1979). Desde el punto de vista de la política económica, puede decirse que los objetivos de corto plazo fueron los que prevalecieron en las decisiones que se adoptaron entonces. De hecho, un ambiente de mayor libertad financiera podía ciertamente aumentar la intermediación financiera, aunque introduciendo nuevas fuentes de volatilidad que pronto se hicieron presentes. Sin embargo, el mayor 'ahorro financiero' no implicaba mayor ahorro, en el sentido macroeconómico del término, es decir menor consumo, como lo reflejan estimaciones para Colombia de la poca relación del ahorro con las tasas de interés (véase, por ejemplo, Ocampo, Crane y Farné, 1990), y la nula correlación entre el ahorro financiero y el ahorro en términos macroeconómicos (Fernández, 1994, cap. 6)[19].

Las OMA se iniciaron en 1979 usando 'títulos de participación' del Banco de la República. Sin embargo, ante la presión del sistema financiero para que el gobierno lo dejara competir con esos nuevos instrumentos, a comienzos de 1980, la Junta Monetaria liberó las tasas de los CDT del sistema financiero y eliminó el encaje marginal del 100%; unos pocos meses después, aumentó las tasas de interés controladas para que pudieran competir con la de los CDT. La mayor disponibilidad de recursos propios de las entidades financieras y la mayor posibilidad de utilizarlos, a través de las captaciones de CDT y de los menores encajes de todo tipo de pasivos, lograron reducir finalmente la demanda de los recursos de los fondos de fomento y eliminar finalmente la emisión a través de ellos (Gráfico II.3, pág. 79). Adicionalmente, se expidieron algunas normas para flexibilizar los requisitos patrimoniales de las entidades del sistema financiero. Un ejemplo de ello fue la Resolución 10 de 1980, que autorizó a los establecimientos bancarios a emitir certificados de depósitos a término hasta por cinco veces el monto de su capital pagado y reserva legal, al tiempo que se reducían en más de diez puntos porcentuales los encajes sobre estos certificados.

Como elemento complementario, el Gobierno Nacional decidió crear la Comisión Nacional de Valores, mediante la Ley 32 de 1979, con el objetivo de estimular, organizar y regular el mercado público de valores. Dicha entidad respondía principalmente a la falta de confianza del público inversionista en el mercado bursátil, gracias al surgimiento de múltiples prácticas para evadir controles y a las grandes pérdidas sufridas por los ahorradores en algunos fondos de inversión (Figueroa, Urdinola y Vélez, 1979). Esta organización fue creada, por lo tanto,

18 Véase Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República (1982), donde se analizan, además, las distorsiones de las estadísticas monetarias que generaron estas innovaciones.

19 Por otra parte, el ahorro financiero es un acervo y el ahorro macroeconómico es un flujo, hecho que se ignoró generalmente en estos debates.

con el propósito de brindar transparencia, mediante el suministro de información sobre la realización de operaciones a través de bolsa, en aras de incitar confianza y seguridad en los ahorradores e inversionistas. Esto era esencial en el contexto de la nueva política, dado que uno de los papeles centrales de la bolsa era generar liquidez a los nuevos instrumentos de manejo monetario.

Uno de los efectos más importantes de estas reforma fue, sin embargo, el aumento considerable (en más de diez puntos porcentuales) de las tasas de interés en los últimos años de la década de los setenta y primeros de los ochenta (Gráfico II.4, pág. 83). Este aumento se dio tanto en las tasas pasivas como activas, y tanto en las nominales como en las reales, ya que la tasa de inflación mantuvo su ritmo inercial. Eran niveles que el país no conocía. En un contexto de amplio financiamiento externo, la liberalización financiera generó, además, como en todas las bonanzas de su género, un auge crediticio interno. Ello fue sucedido, con mayor intensidad que en los años cincuenta, por un colapso que sumió al país en su segunda crisis financiera[20]. El precedente había sido la crisis de comienzos de los treinta, que en ese caso estuvo en gran medida confinada, como vimos en el capítulo anterior, a los bancos hipotecarios y que fue manejada a través de un proceso de marchitamiento de las entidades respectivas, la absorción de su cartera por parte del BCH y la moratoria de la deuda externa.

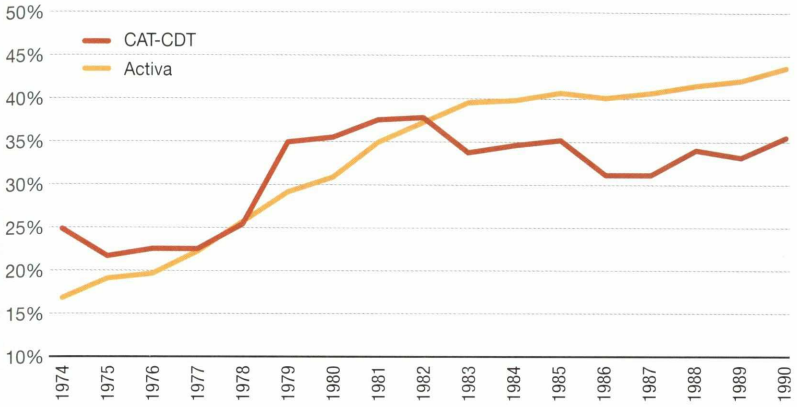
Aunque la tasa de interés activa se mantuvo baja en términos reales hasta 1980, los márgenes de intermediación venían aumentando desde antes, y en forma considerable (Gráfico II.5, pág. 85). El aumento había sido gradual pero leve durante el periodo anterior, con una aceleración a comienzos de los setenta. Sin embargo, el aumento más marcado se produjo durante el periodo que se analiza en este capítulo y, especialmente, en la segunda mitad de los años setenta. Desde entonces se mantuvo alto hasta el auge financiero de los años noventa (véase el siguiente capítulo). Entre los tres determinantes básicos del margen que estima Salazar (2005b), la elevación de los costos laborales como proporción de los activos de los bancos, por el equivalente a dos puntos porcentuales, es importante tanto en el periodo anterior como en la segunda mitad de los setenta, pero difícilmente explica un aumento acumulado del margen entre 7 y 10 puntos[21]. El acrecentamiento de la 'represión financiera' antecede por casi una década el periodo de más fuerte aumento del

20 Nótese que excluyo la crisis de finales de los cincuenta, porque aunque afectó la deuda comercial del país, no estuvo acompañada por quiebras de los intermediarios financieros nacionales.

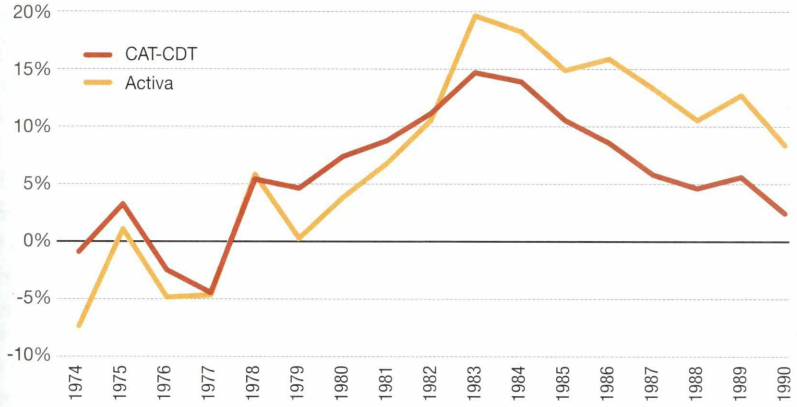
21 Salazar (2005b) estima un coeficiente de esta variable en torno a 2, pero no tiene sentido que este coeficiente sea superior a un valor unitario.

GRÁFICO II. 4 | Tasas de interés

A. Nominal (% efectivo anual)



B. Real (% efectivo anual)



FUENTE: GRECO, SALAZAR (1995) Y ELABORACIÓN PROPIA.
ACTIVA: GRECO CON BASE EN CAYCEDO ET. AL.(1997), SALAZAR (1995), ROMERO (1994).
CAT-CDT: TASA DE INTERÉS PASIVA ANUAL EMPALMANDO RENDIMIENTO CERTIFICADO DE ABONO TRIBUTARIO (CAT) A 90 DÍAS (1968-1980:4) Y CDT A 90 DÍAS (1980:5-1997) CÁLCULOS GRECO.

margen, por lo que, aunque esta variable sin duda tuvo una incidencia, tampoco puede decirse que sea la explicación fundamental[22]. Así las cosas, es posible que la aceleración de la inflación haya sido el factor más importante, como por lo demás lo indica la fuerte correlación contemporánea entre ambas variables (Salazar, 2005b, Gráfico 7). El efecto de esta variable estaría asociada, según esta autora, tanto al impuesto inflacionario sobre los altos encajes a las cuentas corrientes, como por las incertidumbres que introdujo la inflación sobre una actividad (la crediticia) que es intertemporal por su propia esencia (Salazar, 2005a, pág. 237).

La crisis de los años ochenta fue alimentada también por los eventos internacionales a los cuales ya he aludido, entre ellos el deterioro en los precios de productos básicos (el café en el caso colombiano) a comienzos de los años ochenta y la decisión de la Reserva Federal de los Estados de permitir una súbita e inusual elevación de las tasas de interés en 1979, que redujo el apetito por prestar a las economías emergentes y dio lugar, con un rezago, a la decisión mexicana, en agosto de 1982, de suspender temporalmente el servicio de la deuda externa, que dio lugar al estallido de la crisis latinoamericana de la deuda.

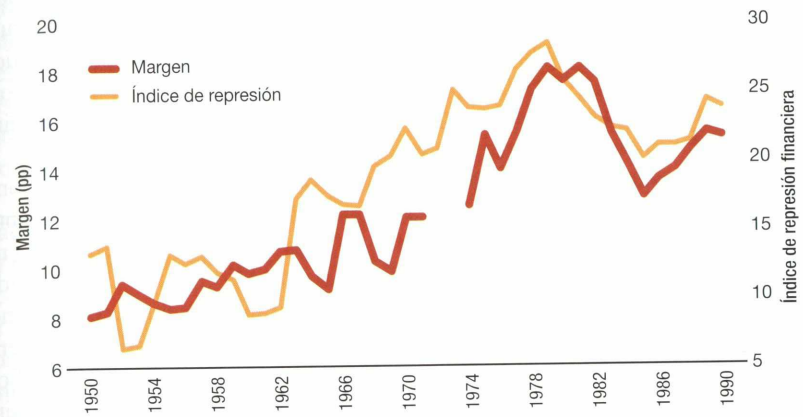
b. La crisis financiera de 1982-1986 y la recuperación

Aunque el deterioro macroeconómico y el ambiente internacional adverso contribuyeron, sin duda, por un lado, a la crisis financiera, especialmente a la fuerte desaceleración económica y a la recesión industrial a la cual dio lugar a comienzos de la década, por otro, al efecto de la devaluación sobre empresas endeudadas en dólares, a estos factores se agregaron otros propios del manejo del sector financiero en el país[23]. Algunos de estos problemas fueron similares a los que enfrentaron otros países de la región y economías emergentes. De hecho, solo a partir de la oleada de crisis financieras de comienzos de los años ochenta se difundió el principio de que los procesos de liberalización financiera deben ser precedidos por una regulación y supervisión prudencial estrictas. Y aun este principio, no se aplicó con rigor y posterioridad en muchas economías emergentes e incluso desarrolladas.

22 Por lo demás, el coeficiente estimado por dicha autora para esta variable se modifica mucho entre una y otra estimación. La fuerte correlación entre el índice de represión financiera y la inflación genera, además, problemas de colinearidad en las estimaciones estadísticas, que hace difícil discernir con precisión el efecto de estas dos variables.

23 Para un análisis de esta crisis, sobre la cual se basa en gran medida el análisis que sigue, véanse Fernández (1994, cap. 11) y Caballero y Urrutia (2006).

GRÁFICO II. 5 | Bancos: margen e índice de represión financiera



FUENTE: SALAZAR (2005B)

El primero de los problemas fue precisamente la ausencia de un marco apropiado de regulación y supervisión prudencial para manejar los riesgos que implicaba un mercado financiero más libre. En efecto, siguiendo la tradición que se remonta a 1923 (y, en cierto sentido, a las normas previas), los requisitos de capital se establecían en función de la estructura de pasivos, es decir como una relación máxima de apalancamiento, ignorando los riesgos en la cartera (es decir, de los activos). Por lo tanto, carecían de una normativa apropiada sobre calificación de cartera y exigencia de provisiones por deudas de dudoso recaudo. Las normas exceptuaron, además, de los requisitos de capital a los CDT a más de treinta días, con el objetivo de fomentar este instrumento de ahorro financiero; las autoridades permitieron que valorizaciones de papel y reservas más allá de las legales acrecentaran el capital de los bancos. Unas y otras deficiencias dieron lugar a un aumento en los niveles de apalancamiento y un reconocimiento muy tardío de las pérdidas por malos préstamos. La igualmente débil supervisión no generó, además, alertas oportunas sobre las dificultades que enfrentaron algunos agentes. Los riesgos crediticios se vieron, además, acrecentados por la fuerte elevación de las tasas de interés a niveles a los cuales, como señalé, la economía no estaba acostumbrada. La falta de conocimiento de los principios regulatorios modernos, así como los problemas específicos que significaba manejar un sistema financiero más libre, explica una parte importante de estos problemas.

A ello se agregaron las prácticas poco ortodoxas y, en algunos casos dolosas, de algunos agentes financieros, en lo que se vino a denominar los 'autopréstamos', es decir el uso del ahorro del público para financiar las actividades de un grupo financiero, incluyendo la adquisición de empresas. La reacción a estas prácticas vino demasiado tarde: solo en diciembre de 1981 se limitaron los autopréstamos y solo con la emergencia económica de octubre de 1982 se declararon como delitos que podían dar lugar como sanción hasta seis años de cárcel.

En los primeros meses de 1982 se presentaron las primeras manifestaciones de la crisis, tras la pérdida de confianza del público en algunos establecimientos de crédito. Sin embargo, fue hasta julio de 1982 que la crisis estalló abiertamente en el país, cuando la Superintendencia Bancaria decidió liquidar las entidades financieras del llamado 'Grupo Correa', cuya columna vertebral era el Banco Nacional. A principios de octubre de ese mismo año, ante la necesidad de generar mayor confianza, el Gobierno declaró por 24 horas el Estado de Emergencia Económica, al amparo del cual dictó un estatuto (el Decreto Ley 2920) que le permitió oficializar el Banco del Estado, la cabeza del 'Grupo Mosquera'. La decisión de oficializar esta entidad, en vez de proceder a su liquidación, se adoptó para evitar un pánico de los depositantes en el sistema financiero, que ya era previsible dada la liquidación del Banco Nacional.

En este contexto turbulento, las autoridades económicas expidieron un conjunto de reglas destinadas a expandir la liquidez del sistema y a corregir algunas prácticas inadecuadas, así como para aliviar a los que en efecto eran los deudores, sin descuidar las relaciones patrimoniales entre el sector real y el financiero. En este compendio de medidas referidas al propio sistema, cabe destacar las normas ya mencionadas de 1982 para frenar los autopréstamos, y las que expidió en 1984 la Superintendencia Bancaria para impedir que las valorizaciones inflaran el patrimonio y para obligar a las entidades a hacer provisiones adecuadas para deudas de dudoso recaudo. Se dispusieron unos niveles mínimos de capital para acceder a los redescuentos y a los cupos especiales brindados por el Banco de la República. La Junta Monetaria autorizó, además, que las entidades financieras invirtieran una porción del encaje legal en Títulos de Capitalización Financiera.

Entre otras normas aprobadas entre 1982 y 1984, conviene mencionar la facultad que otorgó la Junta Monetaria al Banco de la República para otorgar préstamos a los bancos sobre el valor de sus créditos reestructurados. De igual forma, autorizó al Banco de la República la apertura de cupos de crédito para redescontar préstamos de emergencia a sectores de la producción y de los servicios afectados por la coyuntura; esto representó un curioso retroceso en los instrumentos

utilizados antes de la creación de los fondos de fomento. Replicando la práctica de estos últimos, se dispuso la creación del Fondo de Capitalización Empresarial para redescontar créditos otorgados a quienes compraran acciones o bonos convertibles en acciones de empresas del sector productivo. También se creó una línea de crédito para facilitar que los accionistas que controlaran las entidades financieras entregaran las acciones a fideicomisos, con el fin de venderlas y democratizar la propiedad, un mecanismo que resultó, a la postre, inefectivo.

Una dificultad adicional fue la que enfrentaron las empresas privadas para manejar el efecto de la devaluación sobre el endeudamiento externo. Para manejar este efecto, la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria autorizó la conversión de dichas deudas a pesos y que el riesgo cambiario se sustituyera por un riesgo de tasa de interés en pesos, al cual se le fijó un tope pagadero por las empresas, por encima del cual el gobierno asumiría el pago de los intereses correspondientes. Este subsidio potencial no se hizo, sin embargo, efectivo, por el retraso de las empresas en utilizar el mecanismo, y los menores ritmos de devaluación y las menores tasas de interés que prevalecieron a partir de 1986 (Caballero y Urrutia, 2006, pág. 114). A su vez, para manejar la rentabilidad de los bancos, la Junta Monetaria decidió incrementar el rendimiento de las inversiones forzosas (especialmente los títulos de ahorro agropecuario), rebajar los encajes y remunerar en parte estos últimos. Esto obligó, como es obvio, a aumentar nuevamente las tasas de interés de los créditos de fomento.

Pese a estas medidas, los problemas de solvencia de algunas entidades financieras, entre ellas del principal banco del país, el Banco de Colombia, en vez de aliviarse, se agudizaron. En este contexto, y con el fin de crear un marco institucional estable para manejar estos problemas, el Congreso de la República aprobó la Ley 117 de 1985, por medio del cual se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín). A dicho Fondo se le dio la función de intervenir las entidades, capitalizarlas (u otorgarles garantías a través de 'capital garantía') y sanear sus activos con el propósito de reprivatizarlas más tarde, o eventualmente liquidarlas. Sin embargo, su principio rector era proteger la confianza del público y evitar, así, una posible desestabilización del sistema financiero. El seguro de depósito también se creó con esta ley, con el fin de brindar apoyo a los clientes de los bancos frente a dificultades que enfrentaran las entidades. Sin embargo, solo entró en vigencia en 1988, por lo cual no contribuyó estrictamente al manejo de la crisis.

Las primeras acciones de esta organización fueron la 'oficialización' (el nuevo término que se vino a utilizar en vez de 'nacionalización') y liquidación de algunas de las entidades con problemas de solvencia. Durante el primer semestre de 1986,

que fue el punto más crítico de la crisis[24], el Fondo oficializó los Bancos de Colombia, de los Trabajadores y Tequendama; algunas compañías de financiamiento comercial asociadas a estos grupos, y en 1987, al Banco de Comercio. A través de estas intervenciones, se inició la práctica de diluir el valor de las acciones para que los anteriores propietarios de las entidades intervenidas no se beneficiaran de los apoyos del Estado. En la terminología que se hizo popular en los debates internacionales de los años ochenta, se estableció el principio de "salvar a los bancos, no a los banqueros" (principio que, por lo demás, no siempre se ha practicado a nivel internacional). Adicionalmente, en 1987, se autorizó al Banco de la República para suministrar al Fogafín parte de los recursos obtenidos mediante la colocación de Títulos de Capitalización Financiera, con el fin de fortalecer patrimonialmente dicho Fondo para solucionar los problemas de la banca oficializada.

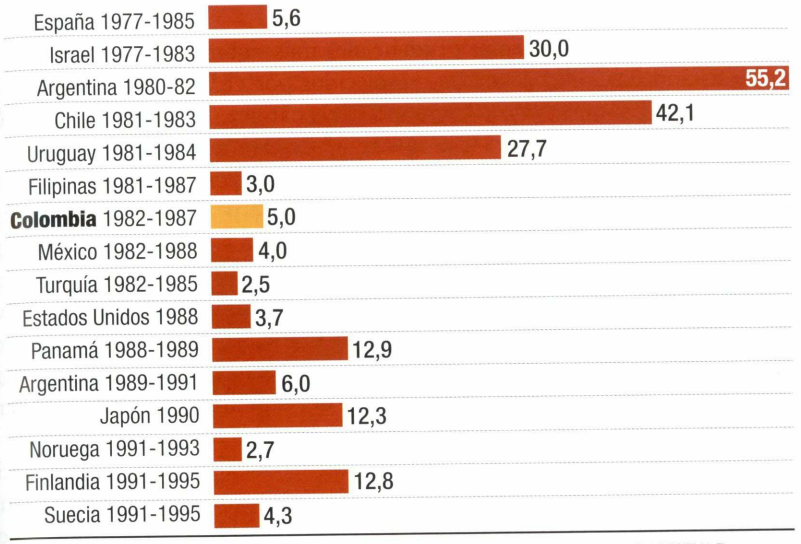
En el sentido contrario a las medidas de liberalizar gradualmente las tasas de interés, durante el primer semestre de 1986 se controlaron temporalmente las tasas activas para aliviar la carga de las empresas. En todo caso, siguiendo el patrón de comienzos de los ochenta, las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, aunque con una tendencia a la baja en términos reales hacia finales de la década, lo que refleja realmente la aceleración de la inflación (Gráfico II.4, pág. 83). Las altas tasas de interés evidencian, sin duda, el acceso limitado y costoso al financiamiento externo privado de todos los países latinoamericanos, incluida Colombia, pero quizás también los efectos prolongados de la crisis financiera interna.

Los bancos intervenidos representaron cerca de una cuarta parte de los activos del sistema bancario (Fernández, 1994, pág. 222), y su saneamiento y capitalización generaron costos importantes. Estos costos incluyeron aportes de capital del Estado, préstamos del Banco de la República y apoyos por la vía de mayores rendimientos financieros, entre otros. De acuerdo con diversos estudios, el costo fiscal de esta crisis financiera representó en términos de recursos brutos entre 5 y 6% del PIB[25]. Sin embargo, como lo indica el gráfico II.6 (pág. 89), el costo fue bajo si se compara con otras crisis que tuvieron lugar en la misma época, o incluso con las que experimentaron algunos países desarrollados a finales de los ochenta o comienzos de los noventa. Puede decirse que pertenece a la familia de las crisis moderadas, como la mexicana de la misma época, la española de 1977, la crisis del sistema de ahorro y crédito de los Estados Unidos de mediados

24 Véase, al respecto, fuera de otros trabajos citados en el texto, la Memoria del Ministro de Hacienda de la época, Palacios (1986).

25 Ver Delgado y Roda (1988) y Fogafín (2001).

GRÁFICO II. 6 | **Costos de crisis financieras, 1977 - 1991** (% del PIB)



FUENTES: LAEVEN Y VALENCIA (2012), Y BEIM Y CALOMIRIS (2001). CUANDO HAY DATOS EN AMBAS FUENTES, SE ESTIMA EL PROMEDIO SIMPLE DE LAS DOS ESTIMACIONES. EL DATO DE LOS COSTOS DE LA CRISIS MEXICANA DE 1982 - 1988 ES DE FOGAFÍN.

de los ochenta, y la crisis financiera sueca de 1991. Fue muy inferior a crisis de mayor alcance, como la japonesa o la finlandesa de comienzos de los noventa y, especialmente, a las crisis masivas que experimentaron los países del Cono Sur de América Latina (Argentina, Chile y Uruguay, en ese orden), donde llegaron a representar entre 30 y 55% del PIB. Las crisis del Cono Sur de comienzos de los ochenta constituyen, de hecho, los primeros casos de crisis masivas; otras vinieron después, como veremos en el capítulo siguiente. Más aún, en el caso colombiano, muchos, e incluso la totalidad de los costos, se recuperaron con la venta de las principales entidades intervenidas en la primera mitad de los noventa. Por ello, el costo neto de la crisis fue muy inferior[26].

La recuperación que se inició en 1986, gracias a la minibonanza cafetera, facilitó el saneamiento del sector financiero. En efecto, los establecimientos crediticios

26 Caballero y Urrutia (2006, pág. 120) citan una estimación de Fogafín del 2,8% del PIB a finales de 2004.

del país empezaron a exhibir destellos de recuperación en dicho año, vinculada en gran medida a la reapertura gradual del crédito externo y al resurgimiento de la actividad productiva del país.

Cabe agregar que las normas prudenciales más rigurosas y estables, que seguían los estándares internacionales establecidos por el Comité de Basilea, llegaron solo a finales de la década, en 1989 (Fernández, 1994, cap. 13; Lora y Salazar, 1995; Martínez y Calderón, 2003). Se determinó entonces que la relación de solvencia, hasta entonces definida como una relación de capital a pasivos (es decir, como una relación de apalancamiento), debería sustituirse por una que vinculara más bien el nivel de patrimonio con los activos ponderados por riesgo. Siguiendo los estándares del Acuerdo de Basilea, de 1988, se adoptó como regla para el país una relación de 1 a 12 (8,33%) entre el patrimonio básico y los activos ponderados por riesgo. Además, se diferenció claramente el patrimonio básico del adicional, incluyendo en el primero solamente el capital pagado y la reserva legal, para garantizar así su calidad, y se eliminaron del capital las inversiones en otras entidades financieras.

Además, la Superintendencia Bancaria comenzó a exigir a los intermediarios financieros la clasificación de la cartera en cinco categorías de riesgo: normal, subnormal, deficiente, de difícil cobro e irrecuperable. Los castigos automáticos eran más fuertes para el crédito de consumo (que debía ser clasificado como irrecuperable después de seis meses de no pago), seguida por créditos comerciales (un año) e hipotecario (cuatro años, aunque desde los doce meses se exigía 100% de provisión; como esta última era neta de garantías, en la práctica implicaba un castigo nulo o no muy severo). Por otra parte, desde que un crédito fuese clasificado como deficiente, se exigía dejar de causar los intereses correspondientes.

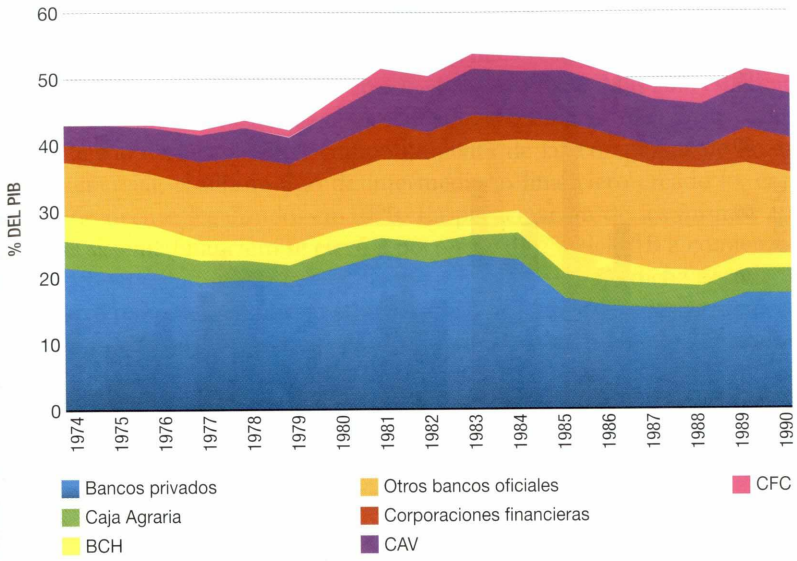
Estas medidas fueron antecedidas por la creación del Plan Único de Cuentas (PUC) en 1988, el cual estableció un sistema contable uniforme y claro que permitía a la Superintendencia Bancaria realizar un mejor seguimiento de la situación real de cada entidad y, por ende, un control eficaz sobre las entidades del sector financiero.

3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

Las fuertes medidas de estabilización adoptadas durante la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años setenta frenaron temporalmente el proceso de profundización financiera que venía experimentando el país durante el auge de 1967 - 1974, que de hecho alcanzó su pico en 1975 (Gráfico II.7, pág. 91). Las medidas de liberalización de 1979 - 1980 y el acceso al mercado externo de capitales renovaron la tendencia ascendente de este indicador, que se elevó en once puntos porcentuales del PIB entre 1979 y 1984, cuando alcanzó un nuevo pico (el aumento es virtualmente de la misma magnitud si la comparación se hace con el año 1974). La crisis del sector financiero que sucedió al auge se reflejó en una nueva contracción relativa del sector, de tal manera que, para el conjunto del periodo que analizamos en este capítulo, la profundización financiera aumentó unos siete puntos porcentuales, con vaivenes coyunturales mucho más fuertes que en el periodo precedente.

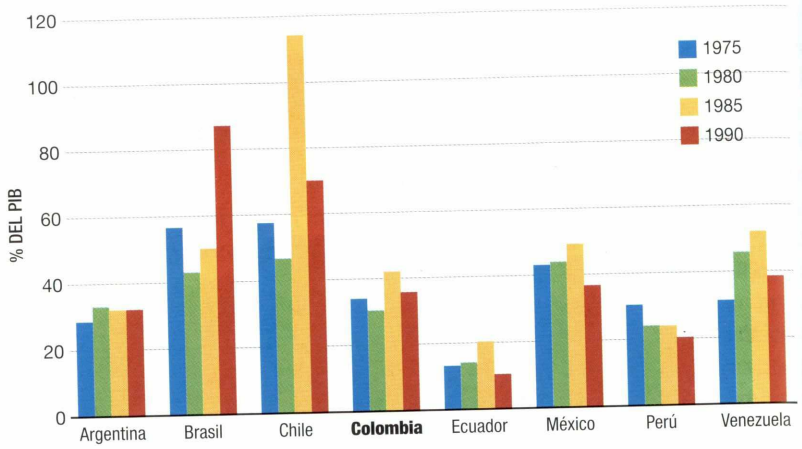
El lento dinamismo de la profundización financiera no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país, sino que, por el contrario, fue la regla en América Latina. En efecto, para el conjunto del periodo, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron poco o disminuyeron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; las excepciones fueron Brasil y Chile. La causa básica fue la fuerte contracción que experimentaron los sectores financieros durante la crisis de la deuda, con excepción de Brasil. Hacia el final del

GRÁFICO II. 7 | **Profundización financiera** (activos)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

GRÁFICO II. 8 | Crédito interno provisto por el sector bancario



FUENTE: BANCO MUNDIAL

periodo, Colombia se seguía colocando en una situación intermedia en el panorama latinoamericano: menor desarrollo financiero que Brasil y Chile, con los cuales la distancia aumentó durante estos años, pero en niveles comparables a los de Argentina, México y Venezuela, y superiores a los de Ecuador y Perú (Gráfico II.8).

En términos estructurales, los cambios fueron mucho menos marcados en términos de importancia relativa de distintos tipos de intermediarios. Los más importantes se produjeron durante los años setenta y el auge de comienzos de los ochenta, es decir antes de la crisis financiera. El más importante que se produjo durante la crisis fue la renovada importancia de la banca oficial, como resultado de las oficializaciones de importantes entidades privadas y, especialmente, del Banco de Colombia. A ello se agregaron cambios más profundos en otras dimensiones, especialmente el aumento relativo de recursos del sistema hacia fuentes más costosas y el lento marchitamiento del crédito de fomento.

En contra del predominio de los bancos hasta comienzos de los años setenta, los establecimientos no bancarios ganaron un mayor protagonismo, especialmente durante los años setenta y comienzos de los ochenta. En tal sentido, se destaca en particular el desempeño de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), las cuales presentaron una tendencia ascendente durante este periodo, como parte de su fuerte ascenso inicial a partir de su creación en 1972 (Gráfico II.7, pág. 91). De hecho, los

activos de estas compañías más que se duplicaron como proporción de la economía, pasando de poco menos del 3% del PIB en 1974 al 7% en 1984 y se mantuvieron en ese nivel durante el segundo lustro de los ochenta. Nótese que esta expansión se dio pese a que las CAV perdieron en 1974 su ventaja relativa en la canalización de ahorro, que se les otorgó cuando fue creado el sistema Upac. Más aún, estas entidades enfrentaron mucho mejor que otras entidades la crisis financiera de los ochenta.

Otro hecho destacable es el comportamiento de las compañías de financiamiento comercial, el último tipo de intermediario financiero creado (o, en este caso, puede decirse legalizado) en 1979. La participación de los mismos en los activos del sistema financiero se elevó a poco más de 2% del PIB a comienzos de los años ochenta, en torno a la cual fluctuaron en el resto de dicha década. Este grupo estuvo representado por un número importante de entidades, generalmente de tamaño más pequeño: mientras para 1976 constituían trece entidades, a finales del periodo de análisis ya superaban las treinta.

Por el contrario, las corporaciones financieras, fundadas en los cincuenta para promover la organización y transformación del sector industrial, aunque siguieron creciendo, especialmente por las ventajas con que contaron durante la bonanza cafetera de los años setenta para canalizar el crédito de fomento, dejaron de mostrar el dinamismo desde entonces, manteniendo una participación muy fluctuante, entre 3 y 5% del PIB, en los años ochenta.

La Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario, dos agentes importantes del periodo anterior, se tendieron a rezagar, pese a que continuaron siendo objeto de ciertas preferencias en término de acceso a recursos de redescuento e inversiones forzosas de otras entidades. En conjunto, estas dos instituciones habían llegado a representar más del 10% del PIB a comienzos de los años setenta, redujeron su participación a un 5-6% del PIB a finales de dicha década y se mantuvieron en ese nivel hasta finales del periodo que cubre este capítulo. En todo caso, como lo indican los montos mencionados, estas dos entidades continuaron ocupando un papel importante dentro del sistema crediticio colombiano.

Por su parte, las entidades bancarias, privadas y públicas (excluyendo en este último caso la Caja Agraria y el BCH), aunque continuaron siendo los principales actores del sistema financiero, fueron las que más se vieron afectadas por el comportamiento de la economía nacional; en el caso de algunas privadas, por el deterioro agudo de la cartera y su posterior saneamiento. Si bien los activos de estas entidades presentaron una notable aceleración durante el auge financiero de comienzos de los años ochenta, redujeron significativamente su dinamismo tras el estallido de la crisis. Su participación en los activos se redujo a lo largo del periodo,

de poco más de dos terceras partes a mediados de los setenta a más o menos el 60% a finales de los ochenta.

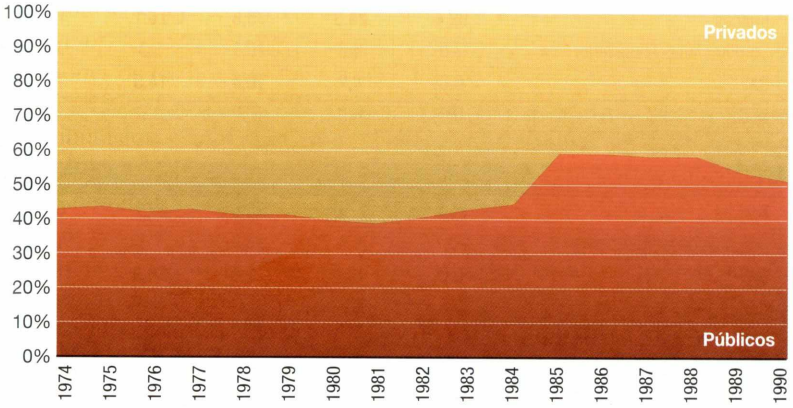
Un elemento de particular relevancia dentro de esta tendencia descendente fue la caída de la concentración del sistema fue el comportamiento del Banco de Colombia, la cabeza del Grupo Grancolombiano. Esta entidad fue la más importante durante todo el periodo que cubre este capítulo (con excepción del año 1985), pero también el centro de la crisis financiera y, como se señaló, fue oficializada a comienzos de 1986. Las otras posiciones dentro de las cinco mayores entidades las ocuparon el Banco de Bogotá y tres entidades públicas (Caja Agraria, BCH y Banco Cafetero), con alguna rotación entre ellos; otra entidad pública (el Banco Popular) ocupó esporádicamente una de las cinco principales posiciones.

Aunque esto indica que la banca pública (incluyendo la Caja Agraria y el BCH) continuó jugando todo el periodo un importante liderazgo, su participación dentro del sector bancario tuvo dos fases muy diferentes. La primera fue de descenso: de algo más de la mitad del sistema bancario a comienzos de los años setenta y 47% en 1974, su participación se redujo al 40% en 1982. Pero con las oficializaciones vino a representar dos terceras partes del sistema bancario a finales de nuestro periodo de análisis. Sin embargo, es interesante resaltar que, debido al rezago ya anotado de la Caja Agraria y el BCH, la participación del conjunto de entidades bancarias públicas apenas superó durante unos pocos años después de las oficializaciones los picos históricos previos (en torno a 18% del PIB en 1970 - 1972), y ya había retornado en 1990 a dichos registros (Gráfico II.9, pág. 95; véase también el gráfico I.8, pág. 62 del capítulo anterior).

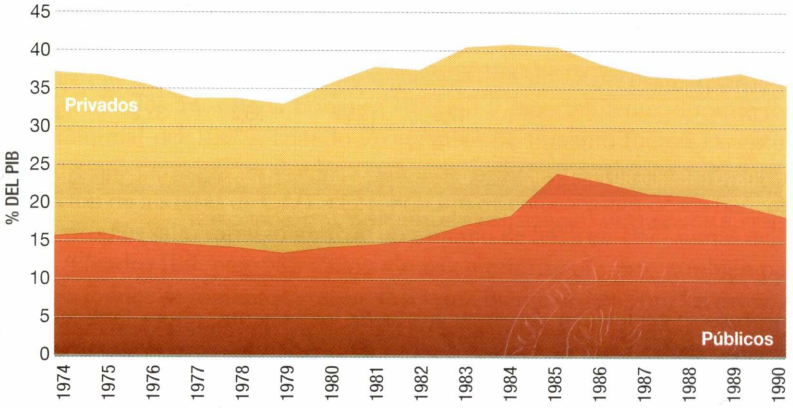
Más allá de los cambios en la importancia de distintos tipos de intermediarios y de la banca pública o privada, estas fueron el aumento del peso de recursos más costosos y el lento marchitamiento del crédito de fomento. El primero de estos cambios refleja una serie de factores: la creación de la Upac; la aceleración poco después de la inflación, que duraría un cuarto de siglo, y las reformas financieras de 1974 y 1980, que elevaron primero y liberaron después las tasas de los CDT. El efecto neto de todo ello fue la reducción masiva del peso de las cuentas corrientes en la estructura de captaciones del sistema, en favor de los CDT y, en menor media, de las cuentas de ahorro, es decir de los 'cuasidineros' (Cuadro II.2, pág. 96). Este proceso se había iniciado ya en el primer lustro de los años setenta, cuando lo dominante fue el ascenso rápido de las captaciones a través de Upac.No obstante, se aceleró en la segunda mitad de dicha década gracias a la mezcla de aumento en rendimientos de CDT decretado en 1974 y a la disminución en la demanda de cuentas corrientes generada por la inflación.

GRÁFICO II. 9 | Composición del sistema bancario por activos (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

CUADRO II. 2 | Estructura de activos y captaciones, y costo promedio de las captaciones del sistema crediticio

	1970	1975	1980	1985	1990
ESTRUCTURA ACTIVOS (%)					
Bancos	92,4	85,3	75,8	76,1	74,3
Corporaciones financieras	7,6	6,6	10,1	5,8	9,2
CAV	0,0	8,2	10,4	14,5	12,2
CFC	0,0	0,0	3,8	3,6	4,3
ESTRUCTURA COLOCACIONES (%)					
Bancos	86,3	77,6	66,6	67,7	64,7
Corporaciones financieras	13,7	9,0	13,0	7,1	11,7
CAV	0,0	13,4	15,6	20,9	17,7
CFC	0,0	0,0	4,9	4,3	5,9
ESTRUCTURA CAPTACIONES (%)					
Depósitos Cuenta Corriente	87,9	74,2	56,2	46,9	46,6
Cuentas Ahorro	11,5	14,8	19,3	14,7	20,8
CDT	0,6	11,0	24,5	38,4	32,6
COSTOS FINANCIEROS ESTIMADOS (%)					
Depósitos Cuenta Corriente	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas Ahorro	5,1	9,6	12,0	12,0	18,0
CDT	12,5	25,2	35,3	35,2	35,3
COSTO FINANCIERO PROMEDIO	**0,7%**	**4,2%**	**11,0%**	**15,3%**	**15,3%**

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA Y FERNÁNDEZ (1994) PARA ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPTACIONES.

El proceso se aceleró en el primer lustro de los ochenta, ahora facilitado por la liberación de las tasas de interés de los CDT. Además, como este proceso estuvo acompañado por un aumento en los rendimientos de dichos certificados, el costo promedio de los recursos del sistema crediticio se elevó rápidamente: de todavía un bajo 4,2% en 1975 a 15,3% a mediados de los ochenta, de acuerdo con las estimaciones de Fernández (1994) que se reproducen en el cuadro II.2.

Cabe anotar que el fuerte ascenso de los cuasidineros, desde comienzos de los años setenta, tuvo como contrapartida el colapso del mercado accionario como mecanismo de financiamiento de las empresas. En efecto, de acuerdo con las estimaciones de Carrizosa (1986, cuadro XXI), hasta la década de los sesenta, las acciones representaban en torno al 70% de los portafolios privados, pero esta proporción se redujo a solo 19% en 1980 y a 6% en 1983 con el ascenso de los cuasidineros. De acuerdo con este autor, la participación de las acciones en las colocaciones de los hogares fue ya muy baja en 1970 - 1974 y se tornó negativa en 1975 - 1979 (Carrizosa, 1986, pág. 37). A los viejos problemas asociados a la doble tributación y a los aumentos en las tasas de tributación de las empresas, se unieron los sesgos hacia el endeudamiento, generado por la deducibilidad de los intereses nominales pagados. Esta se tornó muy marcada en un contexto inflacionario. También se juntó la incapacidad que mostraron las acciones para ser un buen resguardo contra la inflación, lo que se reflejó en un colapso de sus precios reales durante los años setenta.

El proceso de sustitución de cuentas corrientes por pasivos más costosos coincidió, pero fue mucho más acentuado que la pérdida de participación de los bancos en el sistema crediticio, por el simple hecho de que los bancos compitieron activamente en las captaciones de tales recursos. Un efecto adicional, que se produjo después de la liberación de la tasas de interés de los CDT en 1980 y la reducción de los encajes, fue el mayor financiamiento del crédito con recursos propios de las instituciones y, por ende, la menor dependencia de los recursos de redescuento del Banco de la República y de los fondos de fomento. En el caso de los bancos, esa dependencia se había reducido con la reforma de 1974, pero se acentuó de nuevo durante los años de la bonanza cafetera y especialmente, durante los del encaje marginal del 100%, cuando los recursos de fomento fueron exceptuados de las draconianas medidas de ajuste monetario. Con el fin del encaje marginal y la liberación de las tasas de CDT, la proporción de colocaciones de los bancos con recursos propios saltó rápidamente de un mínimo de 54% en 1977 a más del 70% en 1981 (Cuadro II.3, pág. 98). Como vimos anteriormente, esto también permitió que los fondos de fomento dejaran de ser una fuente de emisión. La proporción de colocaciones con recursos propios volvió a bajar durante los años de ajuste, en el que el redescuento volvió a ser utilizado activamente como un instrumento de la política crediticia, para hacer frente tanto a la crisis del sistema financiero como a la del sector real de la economía, pero después de la crisis financiera retornó rápidamente a niveles del 70%. Algo similar, e incluso más marcado, aconteció en el caso de las corporaciones financieras, mucho más dependientes de los recursos

CUADRO II. 3 | Colocaciones de los bancos comerciales según fuente de recursos

	CON RECURSOS BANCO DE LA REPÚBLICA %	CON RECURSOS FONDOS FINANCIEROS %	CON RECURSOS PROPIOS %
1974	21,0	24,2	54,8
1975	16,9	22,3	60,9
1976	10,7	23,6	65,8
1977	22,8	22,9	54,3
1978	21,5	23,9	54,6
1979	9,6	33,7	56,7
1980	3,7	27,0	69,3
1981	3,8	25,5	70,7
1982	5,7	26,6	67,7
1983	9,7	27,3	62,9
1984	10,2	28,8	60,9
1985	11,7	25,4	63,0
1986	6,8	23,2	69,9
1987	7,3	22,6	70,0

FUENTE: INFORMES DEL GERENTE DE LA JUNTA DIRECTIVA

de redescuento durante los sesenta y setenta. El peso de los recursos del Banco de la República en los pasivos de estas entidades se redujo del 36,9% en 1975 al 18,6% en 1980 y un porcentaje muy similar (18,2%) en 1990 (Fernández, 1994, cuadro 5-4)[27].

La tendencia en la estructura de los plazos siguió en el largo término las tendencias del periodo anterior, la reducción de las colocaciones a corto plazo y el aumento de las de mediano y largo plazo. Sin embargo, los vaivenes de estas proporciones muestran los efectos de la dependencia de los recursos propios versus los del Emisor, incluyendo los fondos de fomento. Así, la proporción de créditos de corto plazo aumentó con la liberalización de 1974; se redujo durante la bonanza, cuando hubo un mayor uso del crédito de fomento; aumentó de nuevo con la liberalización de 1980; y se redujo nuevamente durante la crisis, cuando se hizo de nuevo uso activo del Emisor en la política crediticia (Gráfico II.10, pág. 99). Pese a las medidas de liberalización y al objetivo explícito de ir reduciendo el peso del crédito de fomento, el rol del Banco de la República como transformador de plazos siguió siendo importante durante el periodo que cubre este capítulo.

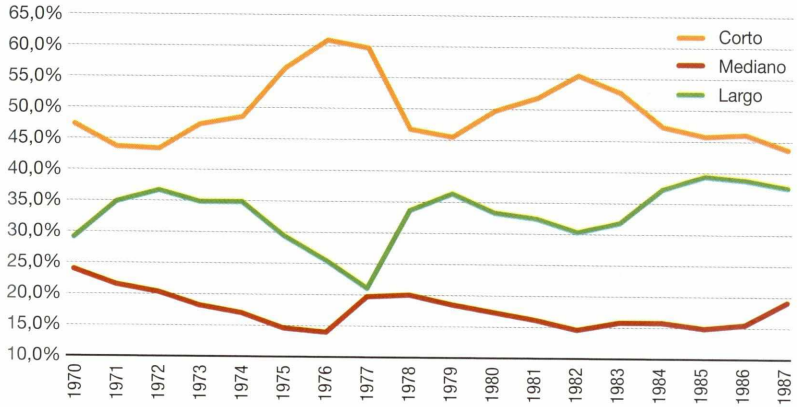
27 Desafortunadamente, no fue posible reconstruir un cuadro similar al II.4 para estas entidades.

Como un todo, la concentración del sistema crediticio presentó una ligera tendencia descendente, aunque mucho menos marcada que durante el periodo anterior. Esta desconcentración se produjo en lo fundamental durante la segunda mitad de los años setenta, y se mantuvo relativamente constante durante los ochenta. Las cinco principales entidades financieras del país pasaron de concentrar el 52 - 54% de los activos del sistema financiero a mediados de los setenta a 42 - 44% durante los años ochenta. Además, el Índice de Herfindahl pasó de estar en niveles cercanos a 0,08 puntos en 1990 a menos de 0,06 puntos durante los ochenta (Gráfico II.11, pág. 100). Esta desconcentración del sistema financiero estuvo acompañada por la ampliación en el número de entidades. Mientras para mediados de los setenta existían apenas cincuenta entidades dentro del sistema, para finales de los ochenta ya había más de noventa, no solo de tipo bancario sino de una gran diversidad de entidades no bancarias, muchas de ellas de tamaño medio.

Finalmente, el comportamiento de las principales variables de la calidad de la cartera y la rentabilidad de los establecimientos de crédito durante este periodo de tiempo (Gráfico II.12, pág. 101) se enlazaron de manera indeleble, tanto con el vaivén de la coyuntura económica como con los problemas inherentes al sector financiero.

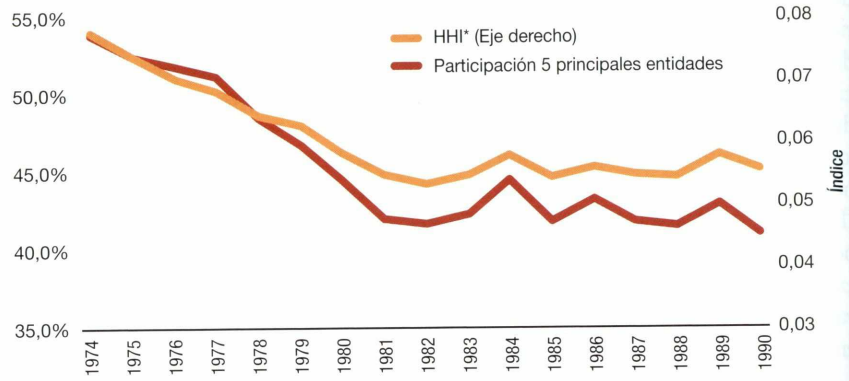
El indicador de calidad de la cartera bruta mostró un claro deterioro, al pasar de niveles por debajo del 3% en la década de los setenta a cerca del 12% en la épo-

GRÁFICO II. 10 | Cartera según plazo



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN INFORME DEL GERENTE DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

GRÁFICO II. 11 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 índica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA. INCLUYE BANCOS Y CAVS, PERO NO CORPORACIONES FINANCIERAS NI COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL

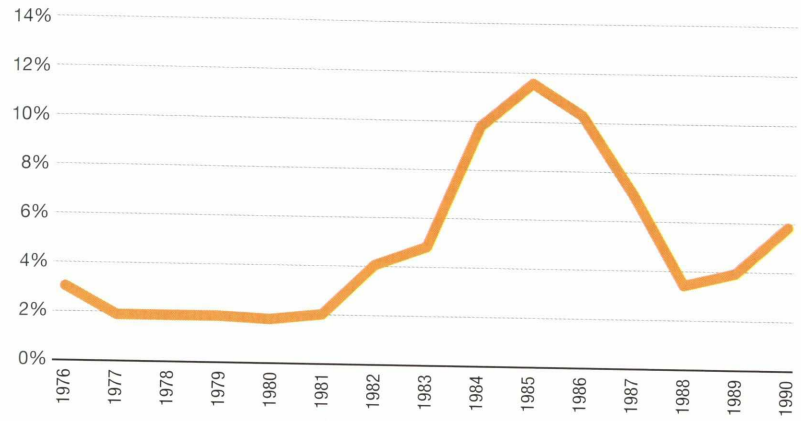
ca más crítica de la crisis. Como lo señala Fernández (1994, pág. 223), el deterioro de la cartera estuvo muy localizado en las entidades en crisis, lo cual indica que los malos manejos no fueron un fenómeno generalizado. En efecto, según sus cálculos, la proporción de cartera de dudoso recaudo de los bancos intervenidos llegó al 26,7% en 1985 versus 5,2% para los no intervenidos. En la segunda mitad de los años ochenta, gracias a la intervención por parte del gobierno nacional para solucionar los problemas de las diferentes entidades financieras, dicho indicador se logró estabilizar y retomó un nivel que se puede considerar de bajo riesgo. Nótese, sin embargo, que los niveles de deterioro se reconocieron solo con rezago durante la crisis y, por el contrario, los altos estándares de calificación de cartera adoptados en 1989 hacen que los niveles estimados para los últimos años no sean estrictamente comparables con los de los años setenta y comienzos de los ochenta[28].

Por otra parte, como reflejo de los problemas de calidad de la cartera, los indicadores de rentabilidad, tanto del activo como del patrimonio, que se habían mantenido estables durante toda la década de los setenta y primeros años de la de los ochenta, presentaron un notable detrimento a mediados de estos últimos,

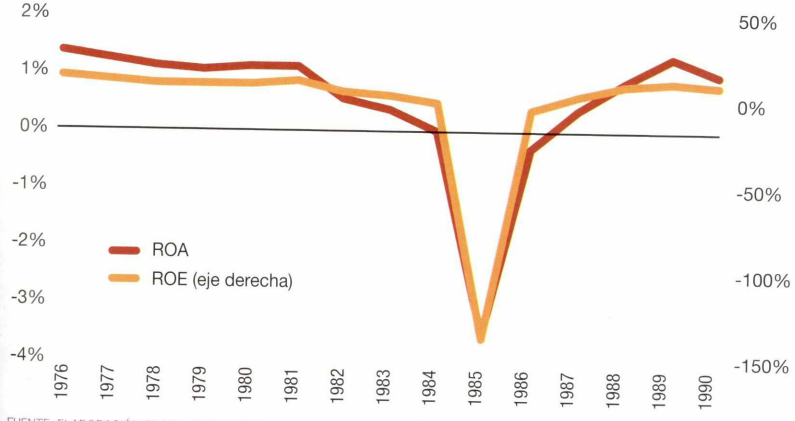
28 Muy particularmente, el indicador de calidad señala un peor nivel en 1990 que en 1983, pero eso refleja precisamente los cambios significativos en las regulaciones en uno y otro año.

GRÁFICO II. 12 | Principales variables de la cartera de los establecimientos de crédito

A. Calidad de cartera (Cartera vencida/Cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

llegando incluso a tasas fuertemente negativas en 1985, cuando se reconocieron pérdidas en algunos establecimientos que estrictamente se habían generado desde mucho antes. Este fenómeno evidencia los problemas estructurales que enfrentaron las entidades en dificultades. Desde 1987, este indicador mostró una tendencia a la mejoría, que se reflejó en el retorno, dos años más tarde, a los niveles previos a la crisis.

* * * * *

En suma, el sistema financiero colombiano entre 1974 y 1990 estuvo determinado tanto por las primeras medidas de liberalización económica, adoptadas en 1974 y 1979 - 1980, como por la cambiante coyuntura macroeconómica externa e interna, que dio luz tanto a una notable bonanza en la segunda mitad de los años setenta como a una notoria crisis en la primera mitad de la década de los ochenta, para luego recuperarse paulatinamente a final del periodo de análisis. En el conjunto del periodo, la profundización financiera no avanzó de forma significativa, en particular por los retrocesos experimentados durante la crisis financiera de 1982 - 1986. Los principales indicadores de la cartera crediticia (calidad y rentabilidad) se vieron, del mismo modo, fuertemente afectados por la crisis, aunque para final del periodo ya presentaban una estabilización, acompañada de un fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial. Finalmente, la desconcentración del sistema y la oficialización (en cierto sentido indeseada) de la banca fueron los otros fenómenos connaturales a la evolución del sistema crediticio durante este periodo.

CAPÍTULO III

LA LIBERALIZACIÓN Y EL GRAN CICLO DE AUGE Y COLAPSO FINANCIERO, 1990 - 2003

El periodo que cubre este capítulo partió de la combinación de una nueva Constitución y de la puesta en marcha de un rápido proceso de lo que la administración Gaviria vino a denominar la 'apertura económica'. Desde el punto de vista económico, la Constitución de 1991 tuvo dos impactos esenciales sobre los temas que analizaremos aquí. El primero y más directo sobre el sistema financiero fue la determinación de entregar autonomía al Banco de la República, aunque en coordinación con la política económica general y estableciendo que sus responsabilidades estarían circunscritas a las funciones de banco central, dejando de lado las de banca de desarrollo, que venía desempeñando desde la reforma financiera de 1951. El segundo, que tuvo importantes repercusiones en términos macroeconómicos, fue la ampliación significativa del gasto público, con un fuerte componente de descentralización, para responder a un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró la carta política.

La apertura económica implicó, por su parte, una reforma comercial fuerte y rápida una racionalización del aparato de empresas públicas, que involucró la privatización de muchas de ellas y el diseño de distintas modalidades de asociación con el sector privado, y una fuerte liberalización del sector financiero. Esta

última incluyó la ampliación de la competencia entre distintos tipos de entidades financieras, con lo cual se diluyó el esquema de intermediarios financieros especializados, que había dominado el sector crediticio desde 1923, convergiendo en la práctica hacia un esquema de multibanca. Se inició, además, un proceso de privatización de las entidades oficiales de carácter crediticio, comenzando con la venta de los bancos que habían sido nacionalizados durante la crisis de 1982-1986 y posteriormente con la de los bancos oficiales de vieja data, que fueron vendidos o liquidados (en el caso del BCH); solo sobrevivió una entidad de primer piso de carácter oficial, el Banco Agrario, el heredero de la Caja Agraria. La reforma incorporó también una reducción, mucho más drástica que en el pasado, de los elementos de 'represión financiera', en particular una reducción significativa de los niveles de encaje y la desaparición de la mayor parte de los mecanismos de crédito de fomento. En este último caso, las instituciones que sobrevivieron se organizaron como bancos de desarrollo, esencialmente de segundo piso, continuando un proceso de reorganización que se había iniciado a finales de la administración Barco. De los elementos de crédito dirigido del pasado solo subsistió la asignación de una parte de la cartera bancaria al sector agropecuario y de una proporción de la cartera de vivienda a aquella de interés social.

La liberalización financiera coincidió, además, con el fin de la crisis latinoamericana de la deuda, facilitada por el Plan Brady de 1989, y el inicio de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes. Este último terminaría en una violenta crisis que se desencadenó en Asia Oriental en el segundo semestre de 1997 y que se extendió al grueso de las economías emergentes a partir de la moratoria rusa de agosto de 1998. La combinación de las fuerzas de la liberalización financiera interna con las fuertes fluctuaciones del financiamiento externo, fue el ciclo financiero más acentuado que ha experimentado la economía colombiana, cuyo único precedente, pero en mucha menor escala, habían sido el auge de finales de los años veinte del siglo pasado y el colapso que se produjo durante la Gran Depresión que se inició en 1929. El auge terminaría en la tercera crisis financiera colombiana, que se desencadenó en 1998. El ciclo financiero alimentó el auge macroeconómico, especialmente durante la primera mitad de los años noventa, pero también acentuó la crisis de finales del siglo, dando lugar a la peor recesión de la historia de Colombia desde que existen registros de cuentas nacionales, la de 1999. Los efectos, tanto de la crisis financiera como de la recesión, tardarían varios años en sanar. El PIB per cápita del país solo retornó en 2004 a los niveles de 1997. Por eso tomamos el año 2003 como el fin de este ciclo económico y financiero.

1. LOS DESARROLLOS MACROECONÓMICOS

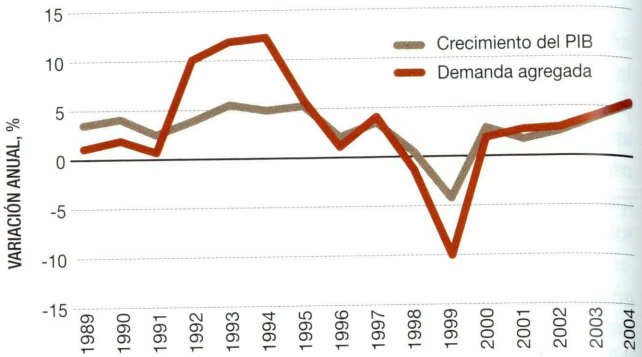
Como vimos en el capítulo anterior, los eventos económicos de finales de los años ochenta tuvieron, como elemento central de política económica, la decisión de la administración Barco de acelerar la devaluación para hacer frente al colapso del pacto de cuotas del Acuerdo Internacional del Café a mediados de 1989. También apoyó un proceso de apertura comercial gradual que se anunció poco después, a comienzos de 1990. Sin duda, el mayor ritmo de devaluación fue uno de los elementos que generó la aceleración de la inflación, que en 1990 alcanzó 32,4%, un nivel que solo se había alcanzado en la posguerra en 1963 (Gráfico III.1, pág. 106).

La aceleración de la inflación llevó a la administración Gaviria a un drástico programa de ajuste en diciembre de 1990, que adoptó una combinación de instrumentos utilizados en el pasado. Su elemento más distintivo fue la intervención masiva del Banco de la República a través de la venta de títulos del Banco de la República (operaciones de mercado abierto, OMA) para contrarrestar los efectos monetarios de la acumulación de reservas internacionales. A ello se agregó una elevación de los encajes, incluyendo de nuevo un encaje marginal del 100% a los depósitos en cuenta corriente. Por otra parte, como la causa principal de la acumulación de reservas era el superávit en cuenta corriente que el país venía experimentando desde 1989, que por primera vez no tenía como origen altos precios del grano sino el lento crecimiento económico (y quizás la subvaluación del peso) (Gráfico III.2, pág. 107), el programa incluyó una menor devaluación del tipo de cambio y la decisión de acelerar el programa de apertura comercial. En este último sentido, la administración Gaviria anunció la decisión de reducir aranceles en tres años, en vez de cinco, y la protección final a niveles más bajos que los que había anunciado la administración Barco. Además, como medida antiinflacionaria, la apertura comercial fue acelerada en 1991, y adoptó los niveles de protección previstos a finales del programa de tres años. A diferencia de los planes de ajuste adoptados durante las bonanzas cafeteras de los años setenta y 1986, no se adoptaron mecanismos de 'ahorro forzoso', que por lo demás hubiesen reñido con los objetivos de la reforma financiera a los cuales me referiré en la siguiente sección.

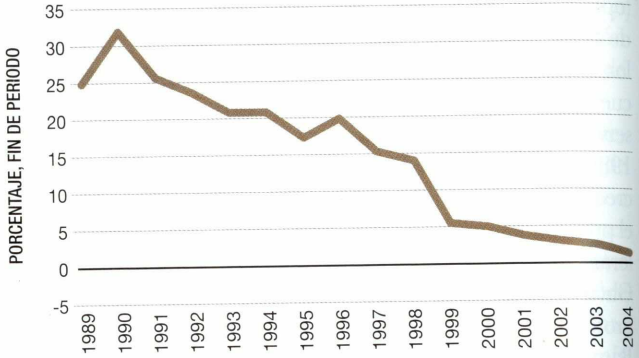
Las medidas lograron su principal objetivo, quebrar la tendencia ascendente de la inflación, aunque se tradujeron, como era de esperarse, en un freno a la demanda agregada y en una nueva desaceleración en 1991. Ello se calificó entonces como una 'recesión a la colombiana'. Sin embargo, el uso intensivo de las OMA, en un ambiente de altas tasas de interés nominales, generó una verdadera 'bola de nieve': el crecimiento galopante de los pasivos del Banco de la República, cuyos

GRÁFICO III. 1 | Principales variables macroeconómicas

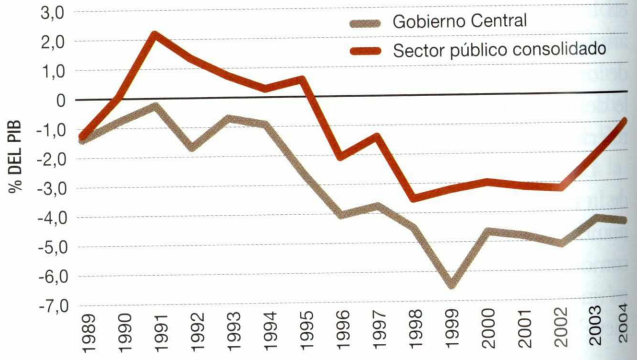
A. Tasa de crecimiento del PIB y de la demanda agregada (precios de 2005)



B. Tasa de inflación anual



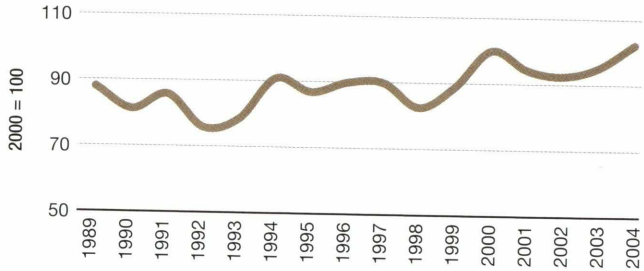
C. Superávit (+) o déficit (-) del gobierno central y el sector público como % del PIB



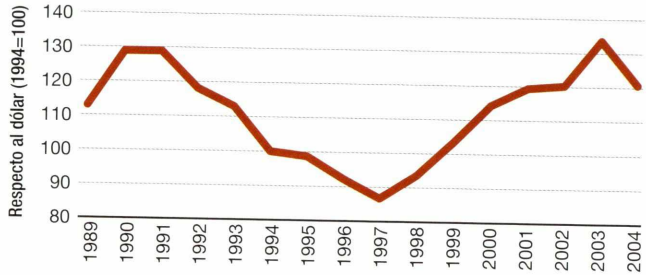
FUENTES:
A) DANE
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) GOBIERNO CENTRAL: HASTA 1993 SEGÚN CIFRAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA; DESDE 1994 SEGÚN CONFIS.
SECTOR PÚBLICO: HASTA 1999 SEGÚN CUENTAS NACIONALES DEL DANE; DESDE 2000 SEGÚN CONFIS.

GRÁFICO III. 2 | Principales variables del sector externo

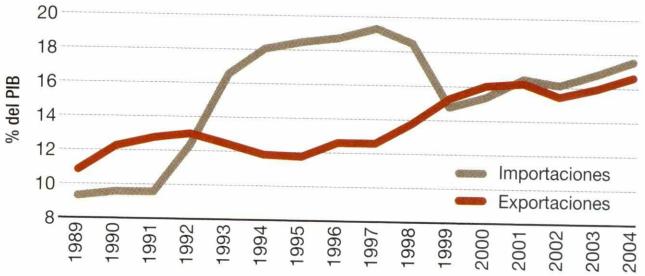
A. Términos de intercambio



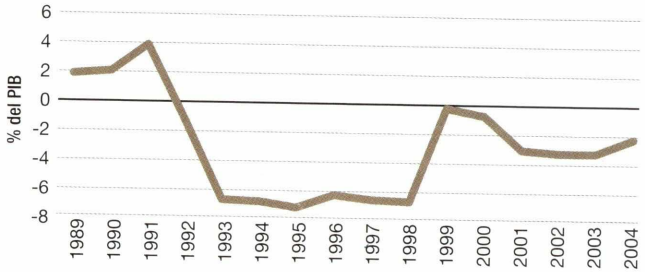
B. Tasa de cambio real promedio geométrico, con IPC (1994=100)



C. Coeficientes de exportaciones e importaciones (pesos del 2005)



D. Balance en cuenta corriente



FUENTES:
A) BANCO MUNDIAL
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CUENTAS NACIONALES DEL DANE.
D) EXPORTACIONES MENOS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES, SEGÚN CUENTAS NACIONALES

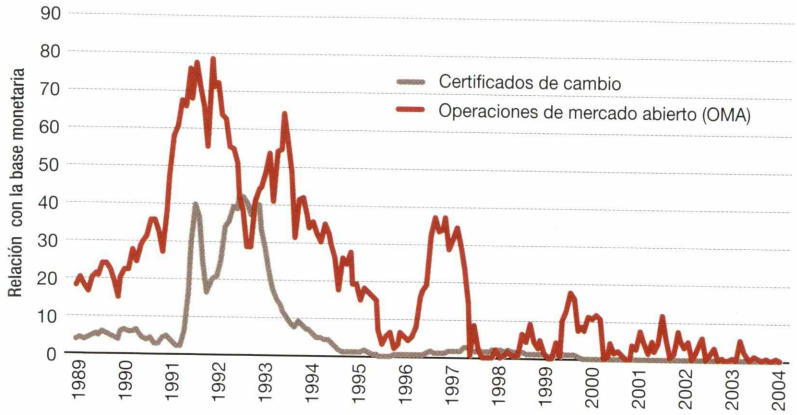
altos intereses solo podían ser compensados con nuevas emisiones de OMA. En efecto, en el transcurso de pocos meses, las OMA pasaron de representar un 28% de la base monetaria (el promedio de 1990 y algo menos en 1989) a más del 70% (Gráfico III.3, pág. 109). Por esos motivos, a finales de 1991, la Junta Directiva del entonces autónomo Banco de la República alteró radicalmente la orientación de la política monetaria. Los objetivos esenciales fueron frenar la emisión de OMA y reducir las tasas de interés. Para ello se recurrió a una fórmula similar a la de la bonanza cafetera de los años setenta: un sistema de certificados de cambio con maduración diferida, que generaba un efecto monetario contraccionista sin costo para el Banco de la República, así como una revaluación inmediata y una flexibilidad limitada de la tasa de cambio. Sin embargo, la contracción monetaria generada por los certificados de cambio sustituyó solo una parte de lo que se había generado con las OMA, entonces en proceso de reducción, y se tradujo así en un fuerte crecimiento de la base monetaria (Gráfico III.3, pág. 109). Por su parte, el sistema de flexibilidad cambiaria aceleró la tendencia a la revaluación. Estas intervenciones serían sustituidas en 1994 por una banda cambiaria, como instrumento más permanente de flexibilidad limitada del tipo de cambio.

El giro hacia una política monetaria expansionista, en conjunto con la decisión de aumentar significativamente el gasto público primario (4,9 puntos del PIB entre 1991 y 1994), producto en parte de las nuevas normas constitucionales, y la apertura de la cuenta de capitales en 1993 en el contexto de un auge de los flujos internacionales de capital hacia las economías emergentes, se tradujo en una de las políticas económicas más expansionistas (quizás la más expansionista) de la historia económica del país. La demanda agregada, que había crecido a ritmos inferiores al 2% desde 1989, comenzó a crecer a más del 10% en 1992, un ritmo que se mantuvo hasta 1994 (Gráfico III.1, pág. 106). El rápido crecimiento de la demanda se tradujo en una aceleración del crecimiento económico, a ritmos superiores al 5% a partir de 1993, y en un aumento acelerado de las importaciones, alimentado por la apertura comercial y la revaluación del peso. El resultado de ello fue un deterioro marcado de la cuenta corriente de la balanza de pagos: de un superávit en 1989 - 1991 a un déficit que oscilaría a partir de 1993 entre 6 y 7% del PIB por seis años consecutivos (Gráfico III.2, pág. 107).

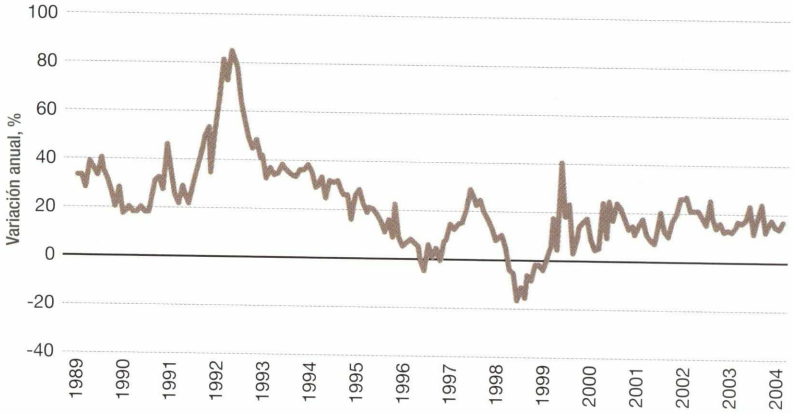
Uno de los elementos necesarios para financiar dicho déficit fue un aumento acelerado de la deuda externa privada, que comenzó a aumentar rápidamente, en 1995 quintuplicaba los niveles de 1991 y que siguió creciendo en los dos años posteriores (Cuadro III.1, pág. 110). Como veremos en la sección siguiente, el mayor endeudamiento externo privado se unió a factores internos para generar

GRÁFICO III. 3 | Base monetaria

A. Operaciones de mercado abierto y certificados de cambio



B. Base monetaria



FUENTE: ELABORACIÓN CON BASE EN BANCO DE LA REPÚBICA

uno de los auges crediticios más espectaculares de la historia económica del país. Por el contrario, la deuda pública externa, que había dominado el panorama de financiamiento externo hasta los años ochenta, tuvo incrementos mucho más moderados; de hecho, los déficits del Gobierno Nacional fueron bajos hasta 1995, ya que el mayor gasto estuvo financiado por crecientes ingresos tributarios, al tiempo que el sector público consolidado generaba superávit. La mayor inversión extranjera directa apoyó también el financiamiento del déficit. En su conjunto, el financiamiento disponible superó el déficit externo, permitiendo que la acumulación de reservas internacionales continuara, aunque a un menor ritmo que en 1991.

La posibilidad de absorber una parte importante del crecimiento de la demanda a través de importaciones, unida a la revaluación real, que alimentaba igualmente la demanda de importaciones, evitó que la explosión de la demanda se reflejara en una nueva aceleración de la inflación. Sin embargo, la conveniencia de frenar el rápido crecimiento de la demanda, y del crédito que lo acompañó, se

CUADRO III. 1 | **Deuda externa** (Millones de dólares)

	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	DEUDA EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1989	1.492	1.280	2.772	980	13.835	14.815	17.587	3.753	13.834
1990	1.409	1.113	2.522	885	14.586	15.471	17.993	4.402	13.590
1991	1.184	981	2.165	707	14.464	15.171	17.335	6.279	11.057
1992	1.612	1.250	2.862	929	13.487	14.416	17.278	7.553	9.725
1993	2.587	2.046	4.634	974	13.258	14.233	18.866	7.735	11.131
1994	3.213	4.806	8.019	1.164	13.554	14.718	22.737	7.905	14.832
1995	3.920	6.880	10.800	1.588	13.952	15.540	26.340	8.246	18.094
1996	3.151	11.572	14.722	1.292	15.101	16.392	31.115	9.723	21.392
1997	3.436	14.191	17.627	934	15.848	16.782	34.409	9.685	24.724
1998	3.002	14.892	17.894	976	17.811	18.788	36.682	8.505	28.177
1999	2.267	14.267	16.534	672	19.619	20.291	36.825	7.851	28.974
2000	2.315	13.207	15.522	199	20.498	20.697	36.219	8.738	27.480
2001	2.802	12.826	15.628	320	23.214	23.535	39.163	9.903	29.260
2002	3.063	11.481	14.544	429	22.409	22.838	37.382	10.537	26.846
2003	3.095	10.386	13.481	224	24.360	24.584	38.065	10.602	27.463
2004	4.332	9.331	13.663	391	25.444	25.835	39.498	13.216	26.282

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA Y CÁLCULOS PROPIOS.

hizo evidente desde comienzos de 1994, cuando el Banco de la República adoptó medidas para frenar el crecimiento de la oferta monetaria y del crédito interno, incluyendo un intento fallido, en marzo de dicho año, de limitar directamente el crecimiento del crédito. Estas medidas fueron acompañadas por otras orientadas a frenar el endeudamiento externo, aumentando el encaje al endeudamiento externo, que se había impuesto (siguiendo el modelo chileno) cuando la cuenta de capitales fue abierta simultáneamente con la virtual eliminación del control de cambios en 1993. El encaje al endeudamiento externo se incrementó aún más en agosto de 1994, al inicio de la administración Samper. Estas decisiones permitieron frenar la demanda agregada y se tradujeron en una desaceleración en 1996, por lo cual se moderaron a partir de entonces, con excepción del encaje al endeudamiento externo, que se hizo riguroso una vez más a comienzos de 1997, con el fin de enfrentar a una nueva avalancha de capitales.

La nueva 'recesión a la colombiana' de 1996, generada enteramente por estas medidas de enfriamiento monetario más que por factores externos, fue sucedida por una aceleración modesta y temporal en 1997, apoyada por las medidas monetarias menos restrictivas y el persistente crecimiento del gasto público. Aunque este último redujo su ritmo de crecimiento, no pudo ser financiado en su totalidad con mayores ingresos corrientes, dando inicio a un deterioro de los balances fiscales, en montos moderados en relación con lo que serían los patrones posteriores. La decisión de financiar este déficit a través del mercado interno de bonos también buscó evitar alimentar el aumento de la deuda externa, que por el lado privado seguía aumentando. La tendencia a la revaluación y el elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvieron, aunque este último no mostró deterioro adicional gracias al menor ritmo de crecimiento de las importaciones (Gráfico III.2, pág. 107).

La sucesión de las crisis asiática y rusa, y su extensión posterior al grueso de las economías emergentes, encontraron, por lo tanto, a Colombia en una situación de sobrevaluación cambiaria, altos déficits en cuenta corriente y un acelerado endeudamiento externo. La súbita interrupción del financiamiento externo y el fuerte aumento de su costo se conjugaron entonces con una política que trató de evitar una devaluación desordenada como la que se había presentado en algunas economías de Asia Oriental. La banda cambiaria fue modificada en dos ocasiones (septiembre de 1998 y junio de 1999), pero la presión continua sobre el techo de la banda desde el primer semestre de 1998 generó una contracción de la base monetaria (evidente en los datos anuales desde los últimos meses de dicho año), ante la decisión de la Junta Directiva del Banco de no compensar el efec-

to monetario de la venta de reservas internacionales necesaria para defender la banda (Gráfico III.3, pág. 109). Esta era una situación virtualmente desconocida (aunque se había dado de manera fugaz durante el enfriamiento monetario de 1996), especialmente en un contexto de inflación que todavía mantenía la inercia de las décadas recientes, y que se tradujo, como veremos, en una elevación de las tasas de interés a uno de los niveles más altos de la historia del país. La política monetaria actuó de esta manera claramente procíclica, generando un fuerte aumento en las tasas de interés que reforzó las presiones recesivas que venían del exterior (Villar, Romero y Pabón, 2015). Ante la pérdida de credibilidad de la banda y su poca efectividad, la Junta Directiva del Banco se vio obligada a eliminarla de forma definitiva en septiembre de 1999, dentro del contexto de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que había exigido la flotación para suscribir el acuerdo con Colombia.

Desde el punto de vista interno, lo que implicaron estos giros de la política del Banco de República, en su primera etapa como autoridad autónoma, fue que la política monetaria procíclica de carácter fuertemente expansionista de 1992 - 1994, fue sucedida tiempo después, en 1998 - 1999, por una política monetaria también procíclica, pero ahora de corte fuertemente contraccionista[29]. El país no tenía precedentes ni de una ni de otra. De esta manera, así como la expansión de la demanda agregada en 1992 - 1994 no tenía antecedentes, tampoco lo tuvo la contracción de la demanda, que después de una pequeña caída en 1998 tuvo un verdadero colapso en 1999, cuando cayó cerca del 10% (una caída que en términos mensuales se inició, sin embargo, en el segundo semestre de 1998). El PIB, que ya se había expandido mínimamente en 1998, cayó 4,2% en 1999 y, en términos per cápita, no retornaría a los niveles de 1997 sino hasta 2004. El país experimentó la primera recesión abierta desde comienzos de los años treinta, mucho más severa que la de entonces. Atrás quedaron las 'recesiones a la colombiana': ahora fue abierta y fuerte.

La crisis de fin del siglo tiene, por supuesto, elementos comunes con la de comienzos de los ochenta. En ambos casos, hubo una fuerte expansión previa del endeudamiento externo e interno, que financió un aumento rápido del gasto público; en el segundo caso, también del gasto privado. En ambos se produjo una revaluación del peso, un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos financiado con abundantes recursos de crédito externo. Sin embargo, el periodo

29 Para visiones contrapuestas del manejo de esta coyuntura crítica, véanse Fernández (2000) y Urrutia (2002), con perspectivas críticas y de defensa de la política, respectivamente.

de deterioro de estos indicadores fue mucho más prolongado antes de la crisis de fin del siglo, y el peso relativo de los sectores público versus privado fue diferente en una y otra.

El aumento del gasto público primario fue notorio en ambos periodos y más marcado en los años noventa: unos nueve puntos del PIB contra cinco a finales de los setenta y comienzos de los ochenta (Ocampo y Romero, 2015, cuadro 8.5)[30]. Sin embargo, el aumento de los noventa estuvo mejor financiado. Por eso, el déficit del sector público consolidado durante los cinco años anteriores a la crisis de 1999 fue de 6,2 puntos del PIB (Gráfico III.1, pág. 106), sustancialmente inferior al que precedió a la crisis de 1984, cuando alcanzó 20,9 puntos (Gráfico II.1, pág. 68 del capítulo anterior). Más aún, la deuda pública total, interna y externa, era todavía baja en 1997 y 1998: 26 y 31% del PIB, unos montos inferiores a los de 1990 (Ocampo y Romero, 2015, gráfico 8.5)[31]. La explosión del déficit fiscal y la deuda pública a niveles insostenibles solo tuvo lugar como resultado de la recesión, y en ese sentido puede considerarse que fue más un *efecto* que una causa de la crisis.

Por el contrario, las dificultades asociadas al gasto y déficit *privados* fueron mucho más severas durante la crisis de fin de siglo. Como el elevadísimo déficit en cuenta corriente que el país experimentó entre 1993 y 1997, 6,8% del PIB en promedio (Gráfico III.2, pág. 107), durante esos años correspondió a un déficit del sector público consolidado de solo el 0,9% del PIB en promedio (Gráfico III.1, pág. 106), el déficit externo fue esencialmente la contrapartida de un desajuste entre ingresos y gastos del sector privado. Por el contrario, el sector privado había tenido un superávit entre 1975 y 1991 y, por ende, durante los años que precedieron a la crisis de balanza de pagos de 1983 - 1984. Lo mismo está reflejado en la dinámica de la deuda externa: casi el 80% del aumento de la deuda externa entre 1991 y 1998 se originó en el sector privado (más del 90% si excluimos el año 1998); por el contrario, el sector privado concentró menos de la tercera parte del endeudamiento externo adicional entre 1979 y 1983 (Cuadros II.1, pág. 72 y III.1, pág. 110).

Como veremos, la contrapartida de estos déficits privados fue el auge financiero, nuevamente más acentuado y prolongado que el que precedió a la crisis de los

30 Estos cálculos del crecimiento del gasto público están basados en los datos de cuentas nacionales, que permiten estimar el aumento del gasto neto de transferencias intergubernamentales. Otros autores han estimado una expansión superior del gasto público en los noventa, pero desafortunadamente no hacen ajustes por los aumentos considerables en las transferencias entre entidades del gobierno, generadas por la creciente participación de departamentos y municipios en los ingresos corrientes de la nación.

31 Las privatizaciones ayudaron también a contener el aumento de la deuda pública nacional en los noventa. Sin embargo, las cuentas con el Banco de la República habían jugado un papel similar en los ochenta.

ochenta. Así las cosas, la crisis de fin del siglo fue más severa que la de comienzos de los ochenta, porque se produjo en el contexto de un ciclo financiero mucho más marcado que el de finales de los años setenta y comienzos de los ochenta. La contrapartida fue una burbuja de precios de activos que aumentaron fuertemente entre 1992 y 1995 y que se moderaron en los dos años siguientes, pero solo colapsaron a partir de 1998 (Caballero y Urrutia, 2006, pág. 135). De esta manera, como resultado del auge crediticio y de la burbuja de precios de activos, el sector privado se encontró en una situación financiera mucho más frágil que la que tenía antes de la crisis latinoamericana de la deuda. Su excesivo endeudamiento, tanto interno como externo, lo hizo extremadamente frágil, tanto a los aumentos de las tasas de interés que se produjeron durante la fase procíclica de manejo de la crisis, en 1998 - 1999, como a la devaluación del tipo de cambio que se produjo de forma más gradual a través de modificaciones de la banda cambiaria y de la liberación final del tipo de cambio. El primero de estos fenómenos fue particularmente crítico para los hogares, por las elevadas deudas de vivienda, que tenían como contrapartida precios de la finca raíz inflados por la burbuja de activos, así como para las empresas medianas y pequeñas, cuyas deudas eran esencialmente internas. Entre tanto, la devaluación afectó ante todo a las empresas más grandes. Como veremos, este deterioro se tradujo en una nueva crisis financiera interna.

La severidad de la recesión sorprendió a todos los analistas, que en general esperaban una modalidad de 'recesión a la colombiana', quizá un poco más severa que los episodios previos de los años noventa (1991 y 1996). La fuerte disminución de la inflación también sorprendió y tuvo un efecto positivo ya que, por lo súbito del fenómeno, quebró finalmente la historia de inflación inercial que el país había tenido desde los años setenta.

La cuenta corriente de la balanza de pagos se ajustó rápidamente, gracias a la fuerte contracción de las importaciones. Aunque se adoptaron medidas de ajuste fiscal, el gasto público, en general, amortiguó parcial y afortunadamente la contracción de la demanda interna privada. Sin embargo, como ello se produjo de forma simultánea con la caída en los ingresos tributarios generados por la recesión y con la explosión del servicio de la deuda pública, debido a las altas tasas de interés, el déficit fiscal y la deuda pública explotaron, de nuevo más como un efecto que como una causa de la crisis.

Con la fuerte devaluación, y la rápida corrección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que llegó a una situación cercana al equilibrio en 1999 y a un pequeño déficit en el año 2000, el Banco de la República pudo reducir las tasas de interés en los años siguientes, adoptando así una política monetaria anticíclica.

Desde 1999, y siguiendo tendencias internacionales, el Banco modificó, además, la forma de hacer política monetaria, adoptando sus tasas de interés de intervención en el mercado como el principal instrumento, en sustitución de los agregados monetarios, como había sido cierto históricamente. El objetivo final de la política siguió siendo el control de la inflación, como lo determinó la Constitución de 1991, pero en coordinación con la política económica general, como lo señaló la propia carta política. La Corte Constitucional, en una sentencia adoptada en 1999, aclaró que eso significaba que el Banco no podía ignorar otros objetivos de la política económica, en especial el empleo (Corte Constitucional, 1999). En todo caso, dado el deterioro patrimonial del sector privado, la reactivación fue lenta. El sector exportador ayudó, en parte, apoyado en una tasa de cambio real muy competitiva, pero la caída de los precios de productos básicos (incluido el café) y la paralización de las economías vecinas afectaron las exportaciones durante los años críticos.

Todo ello se enmarcó en la escasa disponibilidad de financiamiento externo por cerca de un lustro. La evolución de los márgenes de riesgo y el costo del financiamiento externo en el mercado internacional de bonos, así lo corroboran (Gráfico III.4, pág. 116). Aunque los primeros siguieron siendo generalmente más bajos en Colombia que en los países latinoamericanos, o en el conjunto de las economías emergentes, esta situación desapareció en el primer semestre de 2000, poco tiempo después de que el país perdiera la calificación de 'grado de inversión' en el tercer trimestre de 1999. Si bien la situación mejoró con posterioridad, y el país no fue afectado por los aumentos de los márgenes de riesgo para los bonos latinoamericanos en 2001, durante el deterioro de la crisis argentina, si lo fue, y muy severamente, durante el segundo semestre de 2002, por el contagio de la crisis generada por las elecciones brasileñas, que terminaron con la victoria de la izquierda en dicho país. Los márgenes de riesgo y el costo de financiamiento solo retornaron a niveles bajos a mediados de 2003 y, como veremos en el capítulo siguiente, continuarían siéndolo hasta hoy.

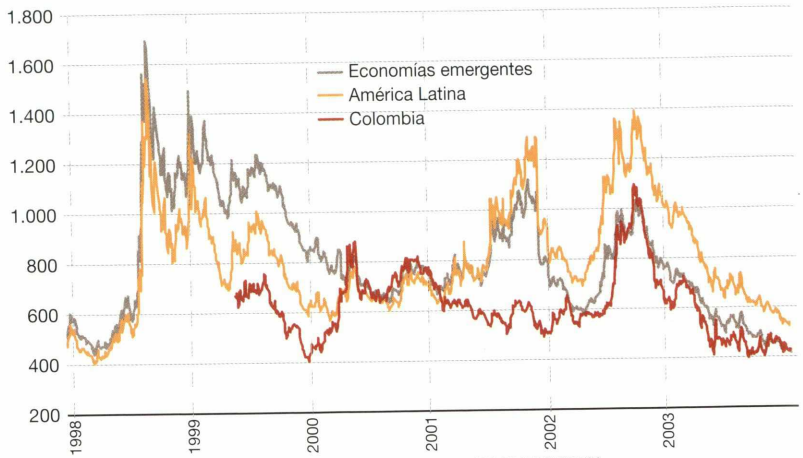
2. CAMBIOS INSTITUCIONALES

a. La liberalización financiera

Como vimos en el capítulo anterior, varias medidas de liberalización gradual del sistema financiero y de racionalización del sistema de crédito de fomento fueron adoptadas durante el periodo anterior, especialmente en 1974 y 1979 - 1980. Así mismo, a raíz de la crisis de 1982 - 1986, se llevaron a cabo reformas

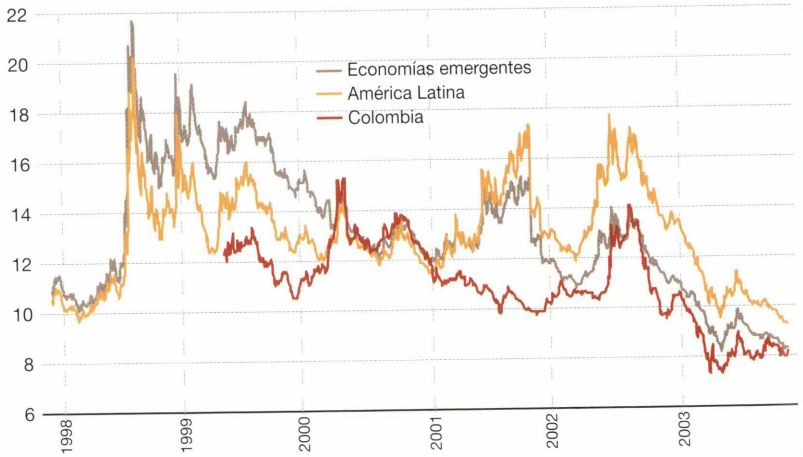
GRÁFICO III. 4 | Márgenes de riesgo y rendimiento de los bonos soberanos, 1998 - 2003

A. Márgenes de riesgo (puntos base)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA Y FERNÁNDEZ (1994) PARA ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPTACIONES

B. Rendimiento de los bonos (%)



FUENTE: JPMORGAN

tendientes a prevenir y mejorar el manejo de crisis financieras, en particular la creación de Fogafín en 1985, y el fortalecimiento de la regulación y supervisión del sistema financiero a finales de la década, desarrollados con base en los criterios prudenciales del Acuerdo de Basilea. Sin embargo, las medidas que adoptó la administración Gaviria a comienzos de los años noventa, que en algunos casos se remontan a decisiones de finales de la administración Barco, constituyeron una reforma radical que redundó en una profunda reestructuración del sector financiero. Su símil son más bien las reformas de 1923 y 1951. Esta reorganización de la arquitectura del sistema crediticio del país estuvo desplegada en una multiplicidad de frentes.

•El primero fue la simplificación del régimen de crédito dirigido e inversiones forzosas asociadas al crédito de fomento. Este esfuerzo se inició bajo la administración Barco en 1989 e incluyó la eliminación del criterio de localización de las inversiones (parte de la política de descentralización), el menor peso otorgado al criterio de tamaño de las empresas, la eliminación del redescuento preferencial con que contaban las corporaciones financieras, y la simplificación de la estructura de tasas de interés y márgenes de redescuento, garantizando además una sana estructura en la cual las tasas se incrementaban con los plazos. En los años anteriores se había iniciado, además, el proceso de atar las distintas tasas de las inversiones forzosas y de las líneas de crédito de fomento a las del DTF (Fernández, 1994, cap. 4).

La oposición que se había venido acumulando desde tiempo atrás al crédito de fomento (véase, por ejemplo, Carrizosa, 1979) llevó a medidas más radicales a comienzos de los noventa. La crítica fundamental era, tal como vimos en el capítulo I, que la 'represión financiera' tenía efectos adversos sobre el desarrollo financiero y, por esta vía, obstaculizaba el crecimiento económico, en particular porque redundaba en una asignación ineficiente del crédito. Se criticaba también que el crédito de fomento beneficiaba ante todo a sectores de altos ingresos, pero puede decirse que lo mismo era válido, e incluso más, del crédito otorgado por el sector privado; por lo demás, algunas líneas para el sector agropecuario, y la pequeña y mediana industria, ciertamente tenían efectos benéficos en términos de acceso al crédito formal por parte de sectores que de otra manera no lo hubiesen tenido. Por último, también se argumentaba que los sectores económicos que habían sido objeto de preferencias en la política de crédito, en especial el agropecuario y el industrial, no habían tenido un desarrollo exitoso, y que en el caso del sector exportador era más importante el tipo de cambio que el crédito de fomento.

Esto llevó a la decisión de desmontar el grueso del crédito dirigido a comienzos de los años noventa, aunque con mecanismos de transición para las inversiones forzosas que quedaron suprimidas. Las dos excepciones al desmonte del crédito dirigido fueron el sector agropecuario y la vivienda de interés social. En lo que respecta al primero, permaneció la obligación de las entidades crediticias de destinar un mínimo de la cartera al sector o hacer inversión sustitutiva en títulos de Finagro. Sin embargo, se redujo considerablemente el monto del subsidio implícito y se ataron definitivamente las tasas de la inversión forzosa, así como las de redescuento y préstamo al DTF. En lo que atañe al segundo, se mantuvo la obligación de destinar una proporción mínima del crédito hipotecario a la vivienda de interés social.

Otro problema inherente al crédito de fomento había sido la forma como generaba una interacción perversa entre la política de crédito y la monetaria, lo cual implicaba un riesgo latente para esta última (Fernández, 1990). En tal sentido, uno de los problemas había sido históricamente el faltante de recursos de los fondos de fomento, que obligaba al Banco a emitir para cubrirlos. Como vimos en el capítulo anterior, este problema quedó en gran medida subsanado para los fondos de fomento desde comienzos de los años ochenta, aunque cabe recordar que las líneas de emergencia creadas durante la crisis de aquellos años crearon temporalmente nuevas fuentes de emisión. Había también un déficit potencial entre los ingresos y costos de los recursos de los fondos, que nuevamente se había en gran medida subsanado en forma algo más gradual modificando las tasas pasivas y activas de los fondos de fomento. Aparte de estos problemas de largo plazo, había otro de carácter cíclico, que tenía que ver con los efectos monetarios contraccionistas que producían los excedentes de los fondos, cuando la demanda de sus recursos era baja, así como la emisión que se generaba cuando acontecía lo contrario (Gómez, 1990). Este efecto era, además, procíclico si la demanda de recursos de los fondos tendía a aumentar durante los auges y a reducirse durante las fases descendentes del ciclo económico. En el caso del Favi, estos efectos cíclicos tenían que ver, además, con la liquidez o iliquidez de las CAV cuando los rendimientos de la Upac eran más o menos competitivos que los CDT.

Para subsanar estos problemas, la decisión de las administraciones Barco y Gaviria fue crear entidades especializadas para manejar el crédito de fomento, esencialmente bancos de desarrollo de segundo piso. Uno de los pasos más importantes en tal sentido fue la creación de Finagro en 1990, a la cual se trasladó el FFAP del Banco de la República. Cabe agregar que las entidades que no tenían una relación directa con el Banco de la República habían adoptado esa estructura

desde antes, en particular la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter), que fue creada en 1989 a partir del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, que venía funcionando desde 1975 en el BCH, y la Financiera Energética Nacional, que venía funcionando desde 1982 y antes como Financiera Eléctrica Nacional (y previamente como Financiera de Desarrollo Eléctrico).

A estas decisiones se agregó la de la Asamblea Constituyente de responsabilizar al Banco de la República exclusivamente por la política monetaria y cambiaria, lo que significó que debió abandonar totalmente sus funciones crediticias, excepto las que correspondían a la provisión de liquidez inherente a su función de 'prestamista de última instancia'. Para separar a Proexpo del Banco, la Ley 7ª de 1991 creó dos instituciones que lo sustituirían, dependientes ahora del Ministerio de Comercio Exterior, que también creó la misma ley: el Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancóldex) y la Agencia de Promoción de Exportaciones (Proexport), que tomó a su cargo las actividades no financieras del fomento exportador[32]. A su vez, con la Ley 31 de 1992, relativa al Banco de la República, los fondos de fomento que permanecían en el Banco (en particular el FFI y el FIP) fueron trasladados al IFI, con excepción de algunas líneas de crédito externo que permanecieron por un tiempo en manos del Banco. De esta manera, el sistema de crédito de fomento quedó organizado en cinco entidades de redescuento: Bancóldex (comercio exterior), Finagro (sector agropecuario), IFI (industria y otros sectores), Findeter (financiamiento territorial) y FEN (sector energético); solo el IFI mantuvo por un tiempo líneas de primer piso.

El último de los fondos manejados por el Banco, el Fondo de Ahorro y Vivienda (Favi), fue eliminado. Aunque esta decisión ciertamente logró el objetivo de igualar las condiciones de acceso a los préstamos de última instancia del Banco de la República por parte de distintas instituciones financieras, ignoró las peculiaridades del sistema Upac. En efecto, cabe recordar que dicho instrumento había tenía una doble función: la de proveer liquidez a las CAV (y, en este sentido, era el equivalente al crédito ordinario para los bancos) y la de transformación de plazos, dado el descalce temporal entre los créditos de largo plazo para vivienda y el carácter de corto plazo de las captaciones del sistema Upac. El problema se volvía crítico cuando la corrección monetaria se desfasaba del comportamiento de corto plazo de las tasas de interés, desplazando recursos del sistema Upac hacia CDT emitidos por otros intermediarios financieros. Para manejar este problema,

32 Este último cambió de nombre por el de Procolombia en 2014, con funciones también de promoción de inversiones, que en la práctica ya habían sido trasladadas previamente a Proexport.

se tomó la decisión de ir atando la corrección monetaria, no solo al índice de inflación, sino a la tasa de interés de los CDT. Los primeros pasos se habían dado en tal sentido en 1984 y en 1988, en momentos en que el Favi enfrentó faltantes de recursos. El peso de los CDT en la fórmula se aumentó aún más en 1992 y en septiembre de 1994 se decidió atar el Upac exclusivamente a los CDT. Estas decisiones pueden haber servido para hacer más competitivas las captaciones en Upac en relación con las de CDT, pero desvirtuaron totalmente el sistema de valor constante, mucho más que las decisiones adoptadas desde 1974 de poner topes a la corrección monetaria. Aún más, dejó a los deudores de vivienda con créditos a largo plazo sujetos a las variaciones de corto plazo de las tasas de interés. Este tema se sintió con fuerza con las alzas de dichas tasas de 1995 y, especialmente, de 1998. Contribuyeron definitivamente a la crisis de los deudores de vivienda y a la liquidación del sistema Upac a las cuales me referiré más adelante.

También, como continuación de las políticas de finales de los años ochenta, se mantuvieron los esfuerzos por mejorar la regulación y supervisión prudencial. La decisión más importante fue elevar en 1994 el requisito de patrimonio por encima de los requisitos de Basilea, al 9% de los activos ponderados por riesgo (Martínez y Calderón, 2003). Con el propósito de mejorar la transparencia, información y competencia del sistema, la Superintendencia Bancaria comenzó en 1990 a publicar trimestralmente los principales indicadores de los intermediarios financieros, haciendo disponible de una forma más accesible al público en general la información previamente disponible de los balances de cada uno de los intermediarios.

Una novedad en materia regulatoria que se introdujo en 1995 la 'Circular Básica Contable y Financiera' (Circular Externa No. 100 de la Superintendencia Bancaria de noviembre de dicho año) fue la de un sistema de provisiones anticíclicas, siguiendo una tendencia muy novedosa que había introducido España unos años antes. El objetivo de estas provisiones fue hacer una estimación de las pérdidas esperadas durante los periodos de auge crediticio, para aumentar los recursos con que contaban los bancos para cubrir las pérdidas en que incurren durante los periodos de deterioro de la calidad de la cartera. Estas provisiones se sumaron a las provisiones generales (1% de la cartera) y a las tradicionales por pérdidas incurridas, que la Circular denominó, curiosa pero correctamente, como procíclicas. A diferencia del sistema español, que hacía dichas provisiones anticíclicas (o 'estadísticas' en su terminología) para categorías homogéneas de deudas, el sistema colombiano obligó a hacer provisiones para cada crédito individual.

Otra decisión de carácter regulatorio que se adoptaron antes de la crisis fue elevar la ponderación de riesgo de los préstamos a las entidades territoriales, que estaban creciendo muy rápidamente. Después de expedida la Ley 358 de 1997, que estableció límites al endeudamiento territorial, esas normas se aplicaron a las entidades territoriales no autorizadas para endeudarse libremente. A esto se agregó la decisión de pasar la supervisión de las grandes cooperativas financieras a la Superintendencia Bancaria en 1997, ante la evidencia de riesgos crecientes de sus operaciones y vigilancia inadecuada del entonces Departamento Nacional de Cooperativas (más delante de Economía Solidaria). Esta decisión llegó tarde, dado el deterioro de las grandes cooperativas financieras, uno de los problemas que contribuyó a la crisis de fin de siglo.

A estas normas, que tenían antecedentes en los años noventa, se sumaron otras enteramente nuevas que serían las que terminarían por transformar profundamente el sector financiero colombiano. La primera de ellas, la Ley 45 de 1990, modificó aspectos fundamentales del régimen legal para los intermediarios financieros y la industria aseguradora, con el propósito de modernizar el sector financiero y prepararlo para cumplir con un papel fundamental dentro del proceso de apertura económica.

La Ley reformuló las normas sobre ingreso y salida de entidades del sector, facilitando en principio una y otra, así como sobre intervención por parte de las autoridades. Se eliminaron las restricciones a la inversión extranjera en el sector financiero, permitiendo a inversionistas extranjeros adquirir hasta la totalidad del capital social de cualquier entidad y eliminando de esta manera la 'colombianización de la banca' de los años setenta. Este proceso estuvo acompañado por el cambio en las normas andinas que habían dado lugar a las decisiones de aquella época. Así mismo, se eliminó la figura de la nacionalización de entidades financieras, sustituyéndola por una intervención de Fogafín, como de alguna manera ya estaba aconteciendo desde la creación de esa entidad. De otro lado, y quizás más importante en términos de sus efectos sobre el sector, se introdujo el modelo de matrices y filiales, se autorizó la transformación de entidades y se crearon mecanismos más simples para la absorción, fusión y liquidación de instituciones financieras, sujetos en todos los casos a la aprobación de la Superintendencia Bancaria.

Otro de los principales virajes de esta Ley fue la autorización de nuevas operaciones y actividades dentro del sistema financiero. Específicamente, se autorizó a los intermediarios financieros a constituir sociedades filiales para la prestación de servicios de arrendamiento financiero, fiducia, almacenamiento y administración

de fondos de pensiones y cesantías. En el caso de los servicios fiduciarios, se prohibió a los establecimientos de crédito prestarlos directamente, obligando por lo tanto a la constitución de sociedades especializadas en tal negocio. En adición, los establecimientos de crédito recibieron permiso para realizar operaciones financieras novedosas u otras que estaban autorizadas previamente a otras entidades, eliminando así la necesidad de crear entidades para manejar operaciones no tradicionales. De igual forma, se le otorgaron importantes facultades extraordinarias al Ejecutivo para transformar tanto el régimen como los objetivos de las entidades financieras.

La Ley 45 fue complementada por otras normas aprobadas también en 1990. Una de ellas fue la creación de filiales para la administración de los fondos de cesantías, la cual se encontraba articulada con el nuevo régimen de las cesantías derivado de la reforma laboral de dicho año. En esta misma línea, la apertura a la inversión extranjera en el sector financiero fue un complemento importante a la variedad de modificaciones introducidas en el régimen tributario para los inversionistas extranjeros, en el contexto de la reforma tributaria.

Por su parte, en el año 1991, mediante la Ley 9ª, se introdujeron cambios importantes al sistema cambiario del país, que sustituyeron el régimen de control de cambios establecido por el Decreto Ley 444 de 1967. En particular, esta Ley creó un mercado libre y otro regulado de divisas, con lo cual se eliminó el monopolio del Banco de la República en la realización de transacciones en el mercado cambiario y se descentralizaron las operaciones de este mercado en el sector financiero y otros entes autorizados.

En esta misma línea, y en desarrollo de los mandatos de la nueva carta política, la Ley 31 de 1992 estableció que el objetivo del Banco de la República sería velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda y que ejercería las funciones de regulador y emisor de la moneda, administrador de las reservas internacionales y prestamista de últimas instancias de los establecimientos de los créditos. Los encajes estarían constituidos por depósitos en el Banco de la República o efectivo en caja, con lo cual se eliminaban las inversiones sustitutivas, que habían sido un instrumento fundamental del régimen de crédito dirigido del pasado. Mantuvo la facultad de fijar tasas máximas de interés pero limitando a 120 días del año la vigencia de tales intervenciones. La Junta Monetaria fue sustituida por una Junta Directiva del Banco, con siete miembros (el Ministro de Hacienda, el Gerente General del Banco y cinco miembros de dedicación exclusiva y periodos fijos nombrados por el Presidente de la República), que se convirtió así en la nueva autoridad monetaria y crediticia.

Posteriormente, en 1993, mediante la Ley 35, se aprobó la ampliación de las operaciones que podían hacer los diferentes intermediarios, al tiempo que se autorizó la creación de entidades especializadas en *leasing*. En ese sentido, se logró afianzar la consolidación gradual de la multibanca, desarrollando el concepto de conglomerado financiero, y se amplió la competencia entre entidades que hasta entonces habían tenido un alto grado de especialización. En efecto, en el marco de esta y normas anteriores se generaron formas de competencia entre intermediarios que representaron la eliminación de la especialización de los distintos intermediarios crediticios vigente desde 1923 y que crearon en esencia un sistema en el cual los intermediarios competían todos contra todos (Fernández, 1994; Clavijo, 2002). Así, por ejemplo, las CAV quedaron autorizadas a captar y prestar en pesos o en Upac y también para prestar para consumo o expedir tarjetas de crédito, en tanto que los bancos quedaron autorizados para captar y prestar en Upac y captar ahorros con rendimiento diario (el 'paga diario', vigente desde 1990). Cabe agregar que desde 1989 los bancos habían quedado autorizados a prestar a largo plazo con un sistema que permitía capitalizar una parte de los intereses, lo cual hizo estos préstamos más similares a los del sistema Upac.

Como complemento al modelo de matrices y filiales que introdujo la Ley 45 de 1990, en 1995, mediante la Ley 222, se modificó el Código de Comercio para definir el concepto de 'grupo empresarial'. Más allá del criterio de subordinación, lo que esta norma estipuló como la esencia de un grupo es la unidad de propósito y dirección que persiga la matriz o entidad que controla el conglomerado (Uribe, 2013).

La transición a la multibanca que produjo este conjunto de normas no estuvo, por supuesto, exenta de discusiones y costos. Esta fue la propuesta del Ministro de Hacienda y contó con el apoyo del Superintendente Bancario, pero el Banco de la República hubiese preferido continuar con la banca especializada. La transición, que con el tiempo fue exitosa, pudo haber contribuido a la crisis de finales de siglo, ya que el sistema no estaba preparado para manejar adecuadamente los vasos comunicantes del nuevo esquema[33]. El nuevo esquema también produjo, como veremos, grados de concentración en el sector financiero que el país no conocía.

Otro elemento esencial con profundos efectos fue la redefinición del papel de las entidades estatales en el sistema financiero. En este sentido, el modelo colombiano adoptó un camino intermedio, manteniendo, como vimos, un sistema

33 Agradezco a Juan Carlos Jaramillo este comentario particular.

bastante completo de bancos de desarrollo de segundo piso y uno de primer piso, el Banco Agrario, creado a partir de la reestructuración de la vieja Caja Agraria, pero privatizando las entidades que habían sido nacionalizadas durante la crisis financiera de los ochenta, y privatizando o liquidando el grueso de las entidades creadas durante los años de mayor intervencionismo estatal.

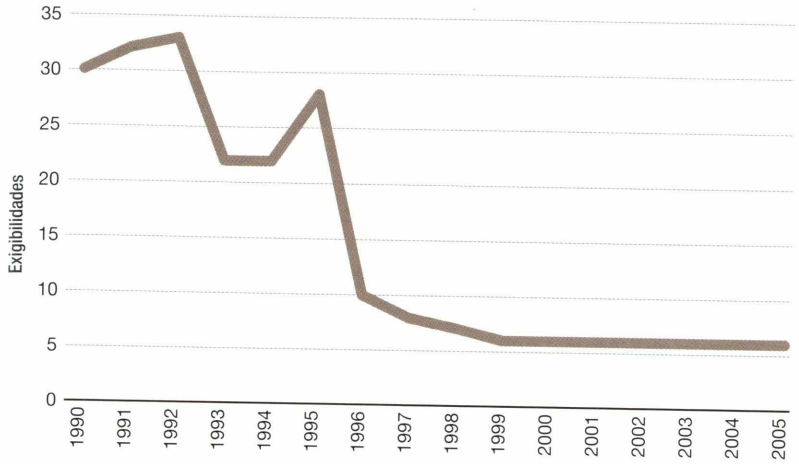
En ese contexto, en agosto de 1991, el antiguo Banco de los Trabajadores fue vendido al Banco Mercantil de Venezuela, transformándose en el Banco Mercantil de Colombia. En octubre de ese mismo año, fue vendido el Banco Tequendama al Banco Construcción de Venezuela, y en diciembre, el Banco del Comercio al Banco de Bogotá (Grupo Sarmiento Angulo). Posteriormente, en enero de 1994, el Banco de Colombia fue adquirido por el Grupo Gilinski. Paralelamente, se privatizaron algunas entidades que habían nacido como oficiales, en particular los Bancos Ganadero y Popular, la Corporación Financiera Popular, la Corporación Popular de Ahorro y Vivienda (Corpavi) y la Corporación Financiera del Transporte, entre otros. Con la privatización del Banco Popular en 1996 quedaron en manos del Estado solo tres instituciones bancarias: la Caja Agraria, el BCH y el Banco Cafetero (con su Corporación de Ahorro y Vivienda, Concasa).

El último elemento de la reforma, que vino de forma gradual y con algún rezago, fue la reducción de los niveles de encajes. De acuerdo con Carrasquilla y Zárate (2002, gráfico 8), este era el principal elemento de la 'carga regulatoria' antes de las reformas, y la fuente principal de la disminución de la 'represión financiera' entre 1992 y 1997. La caída del encaje promedio se inició en 1992 pero fue suspendida por las medidas de ajuste de 1995 antes de caer en 1996 a un nivel muy bajo para los patrones históricos (Gráfico III.5, pág. 125). Dicha reducción alimentó, como es obvio, la expansión monetaria y el auge creditico. Más aún, el régimen establecido no solo fue mucho más simple en términos de su estructura, sino también más neutral desde el punto de vista de los instrumentos de captación, al tiempo que se prohibió permanentemente que el sistema de encajes fuera utilizado con intenciones distintas a las coyunturales (Fernández, 1994).

b. Auge y crisis financiera

La liberación financiera y cambiaria supeditó la economía a ciclos financieros más profundos que los que había vivido durante la era de fuerte intervención estatal, regresando a fenómenos que el país solo había experimentado en los años veinte y comienzos de los treinta del siglo pasado. Además, como vimos,

GRÁFICO III. 5 | Encaje legal bancario promedio propios



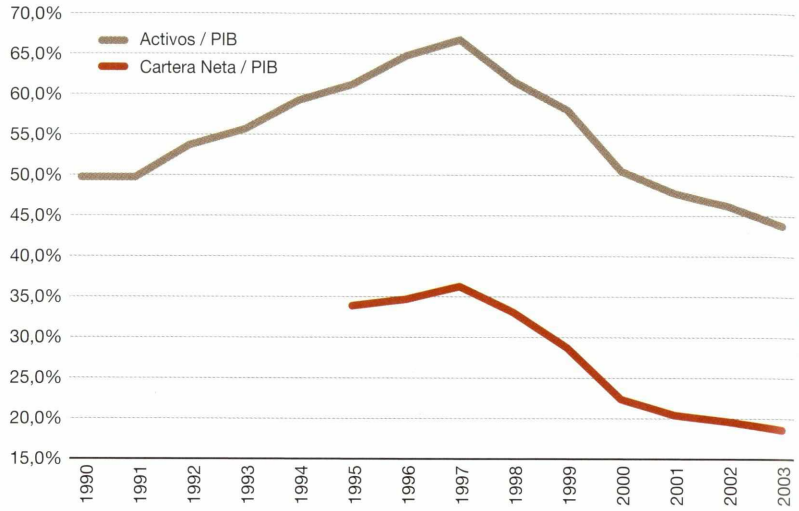
FUENTE: ARANGO (2006) CON BASE EN SUPERINTENDENCIA BANCARIA

la política macroeconómica procíclica que siguió en algunas coyunturas críticas acentuó la intensidad del ciclo financiero, que se vivió a partir de apertura económica.

En efecto, según lo indica el análisis de la primera sección de este capítulo, la causa fundamental de la euforia de la demanda agregada y la actividad productiva que el país comenzó a vivir en 1992 no fueron tanto las reformas estructurales como sí la política macroeconómica expansiva que se adoptó a partir de ese año, en el contexto, además, de euforia en el mercado internacional de capitales. El comportamiento procíclico del financiamiento externo fue amplificado por el comportamiento, igual e incluso crecientemente procíclico del financiamiento interno (Urrutia, Lizarazo y Caballero, 2006; Villar, Salamanca y Murcia, 2005). El sector financiero experimentó, de hecho, el auge más espectacular de la historia del país hasta entonces. Los activos del sistema financiero aumentaron en 17 puntos porcentuales del PIB, mucho más que los poco menos de 12 puntos que había aumentado durante el auge de 1978 - 1982, y más que el aumento del coeficiente de apertura durante todos los auges precedentes. La reducción de los encajes permitió, además, prestar una mayor proporción de los activos.

GRÁFICO III. 6 | Intensidad del ciclo financiero

A. Activos y colocaciones del sistema financiero como % del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

El rápido crecimiento de los activos financieros y el crédito no estuvo, sin embargo, exento de costos. En particular, y siguiendo una larga experiencia histórica a lo largo y ancho del mundo, el auge produjo años después una crisis. En las palabras del gerente del Banco de la República Miguel Urrutia, ante la Convención Bancaria de 1999, y publicadas como 'Nota Editorial' de la *Revista del Banco de la República* en mayo del mismo año:

> *La actual recesión económica se gestó en 1993. En ese año hubo un crecimiento excesivo de la cartera del sector financiero, que aumentó 24,4% en términos reales, y llevó a una burbuja en los precios de los activos. (...) Ese crecimiento en los precios de los activos no era sostenible, e inevitablemente llevaría al deterioro de la cartera del sistema financiero al desinflarse el valor de la garantía de los préstamos* (Urrutia, 1999, pág. 5).

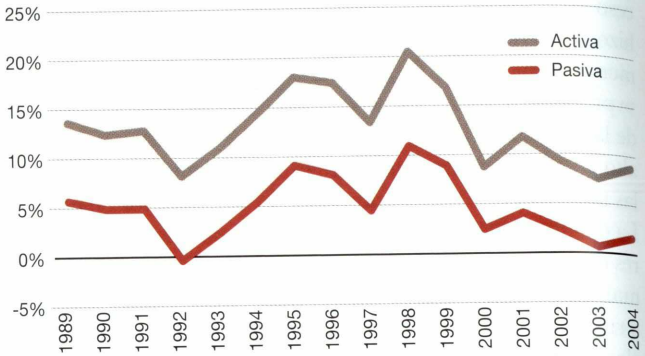
Desde el punto de vista externo, la contrapartida de la expansión fue el auge del mercado internacional de capitales al que el sector privado del país tuvo acceso gracias a las menores restricciones al endeudamiento externo. Esta situación hizo particularmente vulnerable la economía a virajes en las percepciones en el mercado internacional y choques adversos externos que, como vimos, finalmente se produjeron para el grueso de las economías emergentes a partir de la secuencia de las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998. Como vimos en la primera sección, el alto endeudamiento interno hizo muy sensibles a los agentes privados a alzas en las tasas de interés y, cuando estaban endeudados en el exterior, a la devaluación. La defensa de la banda cambiaria produjo una dramática alza de las tasas de interés durante el primer semestre de 1998 que, aunque se moderó con posterioridad, mantuvo dichas tasas en niveles muy altos (Gráfico III.7, pág. 128). De hecho, en términos reales, las tasas de interés alcanzaron a superar en 1998 el pico previo, alcanzado en 1983 (Gráfico III.7, pág. 128 y gráfico II.4 del capítulo anterior, pág. 83), pero ahora su efecto fue más marcado, debido a los mayores niveles de endeudamiento. La devaluación también se produjo pero, dada la forma como se manejó la política cambiaria, de manera algo más gradual.

Los efectos del alto nivel de endeudamiento se hicieron evidentes cuando estalló la burbuja de precios de activos. El incremento de las tasas de interés, aunado a la caída de los precios de la finca raíz, tuvo un efecto particularmente severo sobre la carga financiera de los hogares, cuyos ingresos cayeron, además, como resultado de la recesión. El aumento de las deudas en relación con los precios de los inmuebles desembocó en incrementos de daciones en pago, desvalorizaciones hipotecarias y paralización del sector de la construcción, lo cual se tradujo, a su vez, en un mayor nivel de desempleo y con mayor deterioro en la calidad de los créditos hipotecarios (Cárdenas y Badel, 2003). Este efecto no se había producido en la crisis de los ochenta, durante la cual las CAV navegaron sin grandes dificultades. El efecto fue también severo sobre muchas pequeñas y medianas empresas, endeudadas esencialmente en pesos.

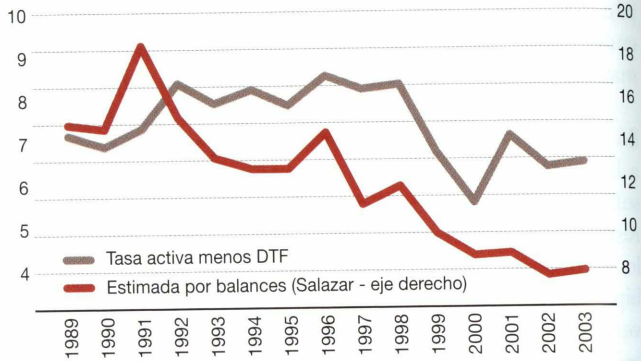
Más aún, ante las crecientes incertidumbres, se generó a lo largo de 1998 una paralización del crédito (*credit crunch*), que amplió significativamente la caída en la demanda agregada y, por ende, la intensidad de la recesión. Es posible, además, que las regulaciones financieras más severas adoptadas a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa hayan ejercido un efecto procíclico, ya que las entidades financieras se vieron obligadas a castigar la cartera de forma más acelerada que a comienzos de los ochenta, y a frenar los nuevos créditos por temor a los crecientes requisitos de capital que enfrentaban debido a las pérdidas en el manejo

GRÁFICO III. 7 | Tasas de interés

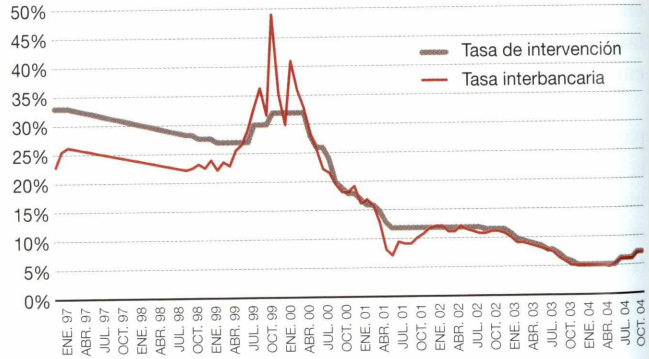
A. Tasas de interés reales anuales, 1989 - 2004



B. Márgenes de intermediación (puntos porcentuales)



C. Tasas de interés mensuales, 1997 - 2004



FUENTES:
ACTIVA: SE UTILIZÓ LA TASA ACTIVA TOTAL SISTEMA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

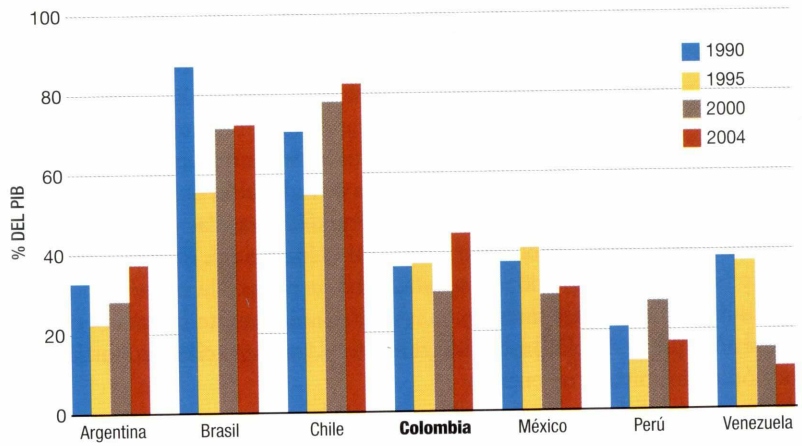
PASIVA: TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL DE CDT A 90 DÍAS PARA BANCOS Y CORPORACIONES

MÁRGENES: DIFERENCIA ENTRE TASA ACTIVA Y DTF ESTIMADA GEOMÉTRICAMENTE, Y MÁRGENES SEGÚN BALANCES ESTIMADOS POR SALAZAR (2005B)

de la cartera. La contracción de la profundización financiera fue severa. Entre 1998 y 2003 la cartera neta se redujo en 17,5 puntos del PIB, aproximadamente la mitad del nivel alcanzado en 1997; el grueso de la caída se produjo en los tres primeros años (Gráfico III.6, pág. 126). En términos de activos, la profundización llegó en 2003 a niveles inferiores a los de 1990 - 1991. Todos los componentes de la cartera (comercial, de vivienda y de consumo) se redujeron de manera marcada, pero la crisis conllevó efectos devastadores sobre los créditos de vivienda, que no se recuperaron durante el auge posterior del impacto de la crisis; sobre este tema volveré en el capítulo final de este libro.

La comparación con los pares del continente evidencia la magnitud de la crisis colombiana. En efecto, entre las siete economías latinoamericanas de mayor tamaño, nuestro país fue uno de los tres que presentó una disminución en la participación del crédito bancario en el PIB entre 1995 y 2000, de acuerdo con las estimaciones del Banco Mundial. La disminución no fue, sin embargo, tan acentuada como la que experimentaron durante estos años México y, especialmente, Venezuela. Pese a ello, y aunque el sector financiero colombiano siguió siendo más pequeño que los de Brasil y Chile, se consolidó como el tercero de la región en proporción al tamaño de la economía, ahora claramente por encima de los de Argentina y México (Gráfico III.8). Esto aún más en Perú (que siempre estuvo rezagado en relación con nuestro

GRÁFICO III. 8 | Crédito interno provisto por el sector bancario



FUENTE: BANCO MUNDIAL

país) y Venezuela (cuyo sector financiero colapsó en tamaño a partir de la crisis financiera que experimentó dicho país a partir de 1994).

La superación de la crisis exigió, como la de los años ochenta, un gran esfuerzo de intervención por parte de todas las entidades encargadas. La principal diferencia con la crisis previa fue el cambio en los actores involucrados. El Banco de la República, impedido por la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992 a otorgar créditos a los sectores en crisis, como lo hizo masivamente en los ochenta, limitó sus acciones a la provisión de liquidez, dentro de sus funciones de prestamista de última instancia. El eje de la acción recayó sobre la institución que había sido creada en la década previa para manejar las crisis, Fogafín, y estuvo afectada por las entidades y los problemas que se presentaron en esta ocasión, y que se concentraron en la banca oficial, el crédito de vivienda y la banca cooperativa. Por el contrario, la banca privada enfrentó menores problemas y la de mayor tamaño salió incólume de la crisis. Para hacer frente a la variedad de situaciones, se multiplicaron las formas de intervención. Además, nuevas normas legales apoyaron el manejo de la crisis.

Para comenzar, el Gobierno Nacional declaró en noviembre de 1998 el estado de Emergencia Económica y Social, orientado a aliviar la situación de los deudores hipotecarios, así como a atender los problemas de la crisis financiera generados en el sector público y cooperativo. A su vez, con el propósito de financiar las soluciones contempladas en los decretos de emergencia, se introdujo un impuesto a las transacciones financieras del dos por mil, una contribución de carácter supuestamente temporal. Más adelante, estas acciones fueron complementadas con la emisión de títulos de capitalización de la banca pública por parte de la Nación. En principio, los apoyos otorgados con estos recursos se destinaron, principalmente, a fortalecer patrimonialmente las entidades financieras, a través de Fogafín.

Como resultado de ello, la 'represión financiera' aumentó de nuevo desde finales de ese año, en gran medida como resultado de la creación del impuesto a las transacciones financieras, pero también de la introducción de algunas inversiones forzosas a cargo de los establecimientos de crédito, creadas con el propósito de cubrir parcialmente los costos fiscales de la crisis financiera. Carrasquilla y Zarate (2002), y Salazar (2005a, 2005b), señalan, en efecto, que la introducción del impuesto a las transacciones financieras revirtió parcialmente la caída en el índice de represión que se había producido durante el auge gracias, en particular, a la reducción en los niveles de encaje.

La responsabilidad principal del manejo de la crisis y recuperación de la confianza de los ahorradores del sistema financiero recayó sobre Fogafín, que logró

sortear dicha turbulencia con gran éxito (Cadena, 2002; Caballero y Urrutia, 2006; Fogafín, 2009). Esta entidad actuó en una variedad de frentes, algunos con base en la experiencia previa, pero otros enteramente nuevos. Las acciones incluyeron la reestructuración y capitalización de la banca pública, incluyendo la liquidación del BCH; la oficialización de algunas entidades privadas, así como la compra de la cartera y los apoyos de liquidez a otras; el suministro de créditos a los accionistas de la banca para financiar su capitalización; la administración de los alivios a los deudores hipotecarios, y la obligación de responder a los clientes de las entidades liquidadas por la vía del seguro de depósitos.

La reorganización de la banca estatal fue una de las principales acciones. Las causas de las dificultades de estas entidades fueron diversas[34]. Algunos eran de vieja data, en particular la alta carga prestacional de todas ellas. La Caja Agraria había enfrentado serios problemas con su cartera por varios años, debido a la crisis del sector agropecuario desencadenada por la mezcla de la apertura económica, bajos precios internacionales y revaluación, y la secuencia de programas de refinanciación a los cuales dieron lugar. Ello se agravó por el imprudente (e incorrecto) anuncio de su primer presidente, bajo la administración Gaviria, de que la entidad sería privatizada, lo que llevó a no pocos deudores a suspender el pago de sus obligaciones. Frente a esta situación, los aportes de capital fueron insuficientes y la entidad estuvo no solo permanentemente descapitalizada sino con patrimonio negativo (con excepción de 1993 y 1994, cuando se realizaron las capitalizaciones exigidas por la reforma de 1990). El Banco Central Hipotecario fue víctima de mala administración por parte del Instituto de Seguros Sociales, después de que el gobierno nacional se lo entregó como pago de parte de sus acreencias. El Banco Cafetero se mantuvo en una situación más sólida, pero enfrentó problemas de iliquidez al comienzo de la crisis, y de los altos costos para financiarla debido a las altas tasas de interés.

Valga destacar que, durante este proceso de transformación, la Caja Agraria y el BCH, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, dejaron de existir. La primera fue transformada en 1999 en el Banco Agrario, y la segunda, liquidada, y su cartera, transferida a Granahorrar, después de la oficialización de esta última entidad. El Banco Cafetero se fusionó con su corporación de ahorro y vivienda, Concasa, en 1998, y sería privatizado después de la crisis. Una de las filiales del BCH, la Central de Inversio-

34 Las consideraciones incluidas en este párrafo son personales, y están basadas en la experiencia que tuve como funcionario público con el manejo de estas instituciones antes de la crisis.

nes S.A. (Cisa) fue utilizada como 'banco malo' para absorber cartera de dudoso recaudo de los bancos oficiales intervenidos. Además, hubo todo tipo de divisiones y transferencia de cartera. Por ejemplo, el Banco Cafetero recibió el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado y una parte de los de Granahorrar para formar Granbanco, la entidad que sería privatizada en 2007.

En el caso de la vivienda, la naturaleza de las intervenciones estuvieron también afectadas por las decisiones de la Corte Constitucional que dictaminaron el fin del sistema Upac (Uribe y Vargas, 2002). Este Tribunal redujo las tasas de interés de los préstamos hipotecarios pendientes y pidió a la Junta Directiva del Banco de la República establecer una tasa máxima de créditos hipotecarios en el futuro. Separó, además, la fórmula de indización para los préstamos hipotecarios de la tasa de interés de mercado y dictaminó que debía basarse sólo en la inflación observada. Revirtió, así, de un plumazo, las decisiones adoptadas entre 1984 y 1994 que habían redundado en atar la Upac a la tasa de interés de corto plazo. De esta manera, la Corte pidió volver a una unidad de cálculo de los saldos de la deuda hipotecaria que utilizara la inflación en lugar de la tasa de interés, lo que reducía en la práctica el tamaño de la deuda. Ante la declaratoria de inconstitucionalidad del sistema Upac, el Congreso aprobó la Ley 546 en el año 1999, que reconstruyó los mecanismos de financiación hipotecaria por medio de la creación del sistema UVR (unidad de valor real), basado exclusivamente en la inflación y estableciendo que los saldos de capital no pueden crecer por encima de ella.

En lo atinente a los deudores de crédito de vivienda, el Decreto 2331 de 1998 determinó que los establecimientos de crédito estaban obligados a aceptar las ofertas que presentaran los deudores que quisieran cancelar sus obligaciones con una dación en pago. Por otra parte, aparte de las medidas tomadas durante la Emergencia para no permitir un empeoramiento de esta cartera, el Decreto 688 de 1999 reglamentó una segunda fase de alivios a este tipo de deudores, otorgándoles facultades a Fogafín para que estableciera un programa de apoyo para los deudores al día y en mora. De igual forma, la Ley de Vivienda (546 de 1999) ordenó la reliquidación de los saldos de los créditos de vivienda vigente, en un monto igual a la diferencia entre el saldo calculado en Upac y el nuevo saldo calculado con la UVR, lo que redujo considerablemente los montos de las deudas correspondientes. Finalmente, los decretos 2332 de 1998 y 213 de 1999 establecieron que Fogafín ofrecería un seguro para los deudores de crédito de vivienda de interés social, que ampararía el pago de una o más cuotas en caso de que estos perdieran su empleo.

Una de las causas de la crisis hipotecaria fue también la falta de una regulación apropiada sobre cuotas iniciales, valoración de las garantías y planes de amortización. En todos estos casos, los problemas se corrigieron durante la crisis, obligando a cuotas iniciales de al menos el 30%, regulando las garantías y obligando a las entidades a someter los planes de amortización a aprobación de las autoridades; el mal diseño de algunos de estos planes había sido una de las causas de los problemas de pago de los deudores[35].

En torno a otras entidades financieras en dificultades, la Ley 510 de 1999 tuvo como propósito agilizar las intervenciones de la Superintendencia Bancaria y Fogafín en las entidades en problemas y, por el otro, la Ley 546 del mismo año facilitó la reestructuración financiera de las empresas del sector productivo afectadas por su alto nivel de endeudamiento. Con base en estas y otras facultades preexistentes, se intervinieron algunos bancos medianos y pequeños, al igual que algunas compañías de financiamiento comercial y corporaciones financieras, varias de las cuales fueron liquidadas pagando los seguros de depósito correspondientes. Entre ellas se cuentan los cierres del Banco Andino, el Banco del Pacífico y el Banco Selfín, así como la liquidación de la Compañía de Financiamiento Comercial FES. En total, durante la crisis de finales de los años noventa fue intervenido un total de veinticuatro establecimientos de crédito, cuatro más de las liquidaciones observados a lo largo de los treinta años anteriores (Fogafín, 2009).

En lo que respecta a las medidas de asistencia a entidades financieras que continuaron operando, se utilizó el instrumento de 'capital garantía' para algunas de ellas. Más aún, con el propósito de apoyar los procesos de fortalecimiento patrimoniales de este tipo de entidades, el Gobierno Nacional facultó a Fogafín, por medio de los decretos 836 de 1999 y 1574 de 2001, a otorgar líneas de créditos a los accionistas de dichas compañías. Finalmente, el sector financiero cooperativo, uno de los más afectadas por este impasse coyuntural, fue objeto de atención especial, en particular a través de la creación de un banco puente sobre el cual se volcaron los activos de las entidades en problemas.

En adición a este compendio de medidas destinadas a recuperar la confianza de los ahorradores, se creó el Departamento de Estudios Financieros del Banco de la República en el año 2000, que dos años más tarde se rebautizó como Departamento de Estabilidad Financiera (Defi), cuyo propósito principal era realizar análisis frecuente en torno a la estabilidad del sistema financiero colombiano, así

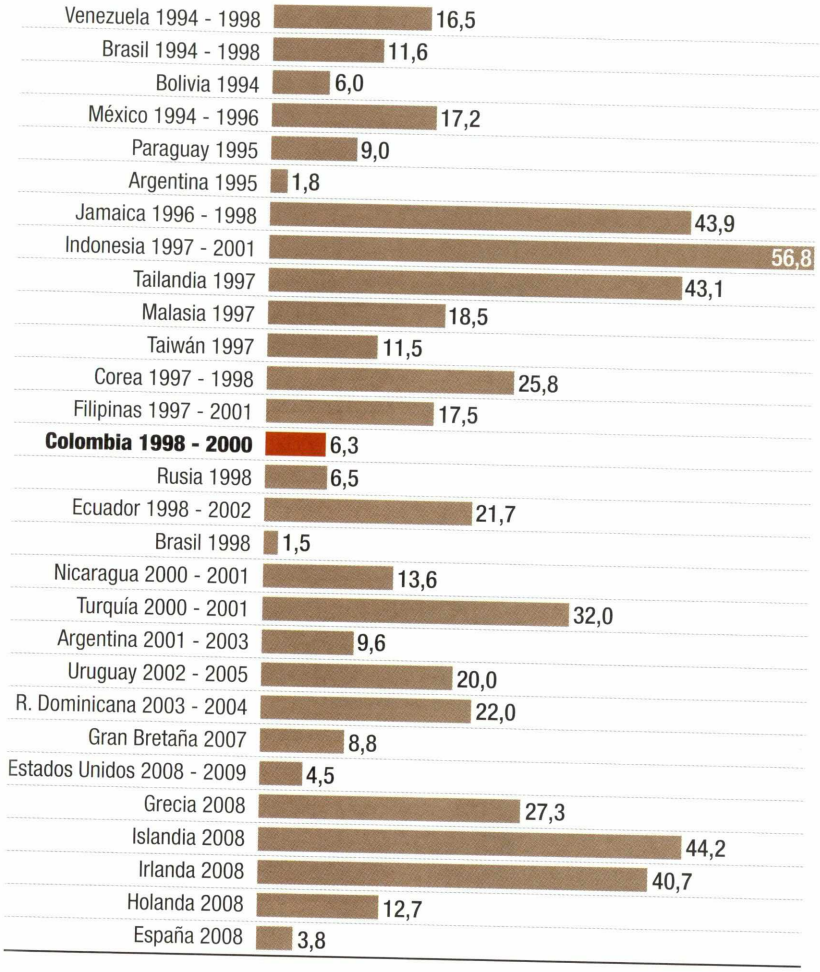
35 Por ejemplo, algunos planes del BCH se iniciaban con cuotas de amortización muy bajas, que en algún momento se elevaban súbitamente, por encima de la capacidad de pago de los deudores.

como evaluar posibles amenazas derivadas del sector externo y del comportamiento del sistema financiero local (Arango, 2006). En esta misma línea, se creó la Red de Seguridad Financiera, integrada por el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Bancaria (Financiera desde 2005, cuando se fusionó con la Superintendencia de Valores), Fogafín y Fogacoop, y que sirve como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes. Esta red permite evaluar de forma conjunta los riesgos existentes dentro del sistema financiero colombiano y las alternativas de mitigación.

La heterogeneidad de los problemas fue mayor que en la crisis de 1982-1986, así como el número de entidades que fueron objeto de intervención, aunque de menor tamaño relativo en el caso de las instituciones privadas involucradas. Como era de esperarse, los costos brutos de la crisis fueron sustanciales, pero nuevamente moderados para los patrones internacionales: 6,3% del PIB de acuerdo con las estimaciones más conocidas. Por ello, al igual que la de los años ochenta, la colombiana de fin de siglo corresponde a una crisis de tamaño modesto, muy inferior, por ejemplo, a las crisis de Venezuela y México en 1994, de Malasia y Filipinas en 1997, de Ecuador en 1998 y de Uruguay en 2002, que oscilaron entre 17 y 22% del PIB; a las de Corea en 1997 y Turquía en 2000, que tuvieron un costo equivalente al 26 y 32% del PIB, respectivamente; y, especialmente, a la nueva secuencia de crisis masivas, como las de Jamaica en 1996, Indonesia y Tailandia en 1997, e Irlanda e Islandia en 1998, todas, las cuales costaron más de 40% del PIB (Gráfico III.9, pág. 135).

Las estimaciones más recientes de Fogafín (2015a) dan una cifra ligeramente superior en términos brutos (7,2% del PIB de 2005), pero muy inferior si se tienen en cuenta las recuperaciones (3,4% del PIB en términos netos). Estas estimaciones, que se reproducen el Cuadro III.2 (pág. 136), permiten, además, detallar la fuente de estos costos. El rubro más grande fue la capitalización de las entidades seguido de otros mecanismos de apoyo (de liquidez, de apoyo a los accionistas y otros préstamos). De este conjunto de medidas de apoyo, 54% se destinó a siete instituciones oficiales, 21% a tres oficializadas, 14% a quince privadas y 11% a dos bancos cooperativos; los recursos de capitalización se destinaron a las dos primeras, en tanto que los otros se destinaron en grado variable a las oficializadas, privadas y cooperativas. A estos costos se agregaron los intereses de los bonos con los cuales Fogafín financió sus operaciones, y los gastos de liquidación de la Caja Agraria y absorción del pasivo pensional del Banco Cafetero. Las recuperaciones fueron diversas, pero se refieren a las obtenidas por la venta de los bancos oficiales u oficializados, y de los pagos de las diferentes líneas de crédito concedidas a distintas instituciones. La recuperación fue total en el caso de las líneas de apoyo

GRÁFICO III. 9 | Costos de crisis financiera, 1994 - 2008



FUENTES: LAEVEN Y VALENCIA (2012) Y BEIM Y CALOMIRIS (2001). CUANDO HAY DATOS EN AMBAS FUENTES, SE ESTIMA EL PROMEDIO SIMPLE DE LAS DOS ESTIMACIONES.

CUADRO III. 2 | Costo neto de la crisis financiera (Miles de millones de pesos de 2013)

A. Gastos

	MONTO
(1) MECANISMOS DE APOYO	**22.997**
Capitalización	13.291
Apoyos de liquidez (repos)	4.253
Línea de crédito de los accionistas/1	2.972
Préstamos a instituciones	2.481
(2) INTERESES DE BONOS	**6.465**
Capitalización de banca pública	5.145
Capitalización de banca privada	1.320
(3) OTROS GASTOS	**4.399**
Acuerdo de liquidación Caja Agraria	3.512
Pago del pasivo pensional Banco Cafetero	341
Gastos administrativos	315
Otros gastos en las instituciones/2	231
(4) PAGO DE SEGURO DE DEPÓSITOS	**264**
TOTAL (1+2+3+4)	**34.124**

B. Recuperaciones

	MONTO
(1) RECUPERACIÓN DE APOYOS OTORGADOS	**17.848**
Descapitalización	423
Recuperación de apoyos de liquidez (repos)	3.122
Recuperación de préstamos a las instituciones	1.938
Pago de créditos a accionistas	3.364
Cartera administrada	1.443
Venta	4.253
Dividendos	1.873
Devolución de aportes	1.260
Otras recuperaciones de instituciones	172
(2) RESTITUCIÓN DE SEGURO DE DEPÓSITOS	**187**
(3) OTROS CONCEPTOS	**45**
TOTAL (1+2+3)	**18.080**

C. Costo neto del apoyo a las instituciones

	MONTO	% DEL PIB DE 2005
Costo de apoyos	34.120	7,2
Recuperaciones	18.080	3,8
Costo neto	16.044	3,4

FUENTE: FOGAFÍN
1/ INCLUYE LA SUMA DE LA PARTE QUE SE DESEMBOLSABA DIRECTAMENTE MÁS LA QUE SE ENTREGABA MEDIANTE SUSCRIPCIÓN DE BOCEAS.
2/ CONTIENE LOS PAGOS DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS DEL BCH MÁS A LOS APORTES AL ISS QUE DEBÍA BANCAFÉ.

de liquidez y a los accionistas, pero incompleto para el resto, especialmente para los aportes de capital. El seguro de depósitos jugó un papel muy secundario y el grueso de los recursos fue recuperado con posterioridad, gracias al manejo de la cartera de las entidades respectivas. A estos costos hay que agregar los alivios a los deudores hipotecarios, muchos de los cuales corrieron por cuenta del gobierno y no de Fogafín, y que sumaron 2,1% del PIB de 2005 de acuerdo con los cálculos de Fogafín (2009, cuadro 17, pág. 167)[36]; el rubro más importante fue la reliquidación de los créditos de vivienda.

A partir de 2003, y gracias fundamentalmente a la recuperación de la economía nacional y a la política monetaria expansiva que mantuvo el Banco de la República desde la liberación de la tasa de cambio, la cartera del sistema volvió a presentar crecimientos positivos y se inició una nueva fase de crecimiento del sector que será analizada en el siguiente capítulo.

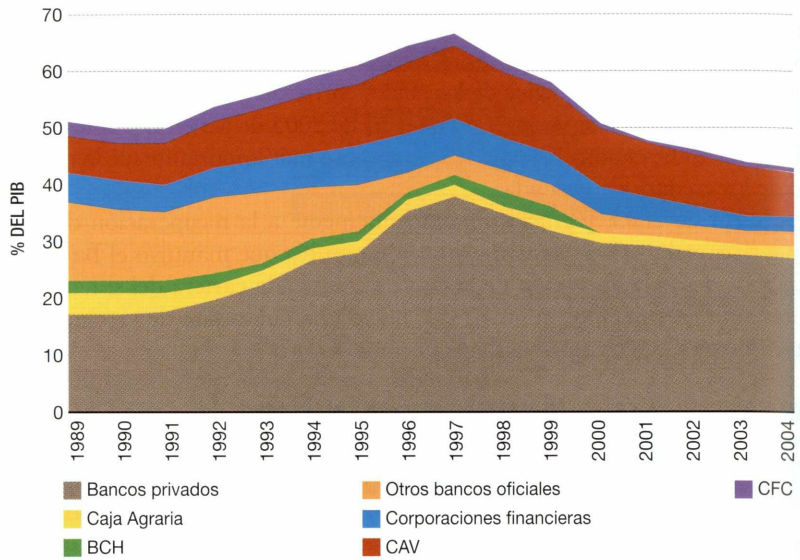
3. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

Los cambios generados en la estructura del sector financiero durante este periodo, como resultado de las reformas institucionales así también de la crisis de fin de siglo, fueron profundos, y su velocidad mucho más rápida que las transformaciones que tuvieron lugar durante la era de fuerte intervención estatal en el sector financiero. Las tres principales fueron el papel creciente de los bancos privados, la participación decreciente de la banca oficial de primer piso pero con el mantenimiento de un papel importante para la banca de desarrollo de segundo piso, y la acentuada concentración del sector.

El primer cambio reivindicó el papel histórico que había tenido la banca privada desde los orígenes del sistema crediticio del país. Aunque estos bancos experimentaron un proceso de expansión y contracción, como todas las otras entidades, su expansión neta entre 1990 y 2003 fue sustancial: diez puntos porcentuales del PIB (Gráfico III.10, pág. 138). La explicación básica es la capacidad que tuvieron de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades. Más aún, con el fin de la 'colombianización de la banca', la banca extranjera comenzó a tener de nuevo un papel importante en el sector, especialmente por la entrada de dos grandes bancos españoles: el BBVA y el Santander; este último se retiraría del país años más tarde.

36 Fogafín estima los costos como % del PIB de 1999; aquí se ajusta a un % del PIB de 2005, para que los cálculos sean similares a los del Cuadro III.2. Una estimación suministrado al autor por Fogafín con base en datos más recientes, daría una suma de 1,7% del PIB de 2013 o 2,5% del PIB de 2005, neto de las recuperaciones del Fondo.

GRÁFICO III. 10 | Profundización financiera, por tipo de entidad



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

Las únicas otras entidades que se expandieron en términos netos fueron las CAV, pero muchas estaban todavía en crisis al final del periodo o en proceso de absorción por parte de los bancos. Todas las otras agrupaciones que hemos analizado en el capítulo anterior tuvieron una contracción relativa, en parte porque sus funciones fueron asumidas por bancos, o porque simple y llanamente desaparecieron (véase más adelante).

La contracción más acentuada fue, sin embargo, la que experimentó la banca oficial, como resultado tanto del proceso de privatización como del lento crecimiento, y luego de la crisis de algunas de las entidades oficiales históricas. Los bancos Ganadero y Popular fueron privatizados en 1992 y 1996, respectivamente, y durante los años de auge se vendió también el grueso de las entidades oficializadas durante la crisis de los ochenta. Además, y en contra de la tendencia general del sector, tanto la Caja Agraria como el BCH se contrajeron en relación con el PIB durante el auge. Así, en 1997, la banca oficial apenas representaba el 16% del banca versus más de la mitad en 1990; como proporción del PIB, se redujo del

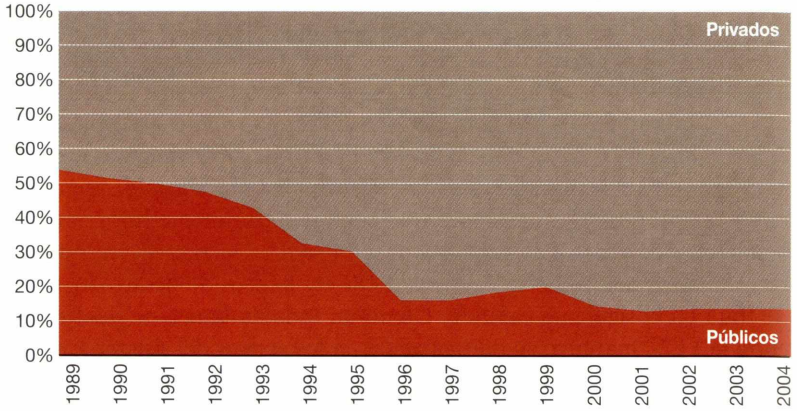
18,2 al 7,1%. Durante la crisis de fin de siglo la Caja Agraria fue transformada en Banco Agrario y el BCH fue liquidado. El Banco Cafetero absorbió en 1998 a su corporación de ahorro y vivienda, Concasa. Para el final de nuestro periodo de análisis, y pese a las oficializaciones realizadas durante la crisis (la más grande de ellas, Granahorrar), la banca oficial representaba el 13% de la banca y el 4,4% del PIB (Gráfico III.11, pág. 140).

La presencia del sector público siguió siendo importante a través de los bancos de desarrollo. La excepción fue la FEN, que entró en proceso de franco marchitamiento, asociado a la gradual privatización del sector eléctrico, al cual había destinado el grueso de sus recursos. Por otra parte, Bancóldex absorbió el IFI en 2003, por lo cual los activos que se registran a partir de dicho año, como de la primera de estas entidades, en realidad corresponden a ambas. Esta decisión es muy controversial, porque se juntaron dos tradiciones así como objetivos enteramente diferentes, a las cuales se agregaron otros, como la prioridad creciente otorgada a las microfinanzas dentro de las actividades de los bancos de desarrollo, un tema que se trata en el siguiente capítulo. Como un todo, la banca de desarrollo, excluyendo la FEN, mantuvo su participación en los activos del sistema y aumentó ligeramente su participación en el PIB durante los años de auge, pero retrocedió durante la crisis (Cuadro III.3, pág. 141). Esto indica que, aunque siguió siendo importante, la banca dejó de jugar el papel esencial en el crecimiento de la cartera del sector, aunque siguió siendo muy importante para los sectores agropecuario y exportador. Tampoco jugó, excepto durante 1999, el rol anticíclico que muchos analistas contemporáneos otorgan a la banca de desarrollo.

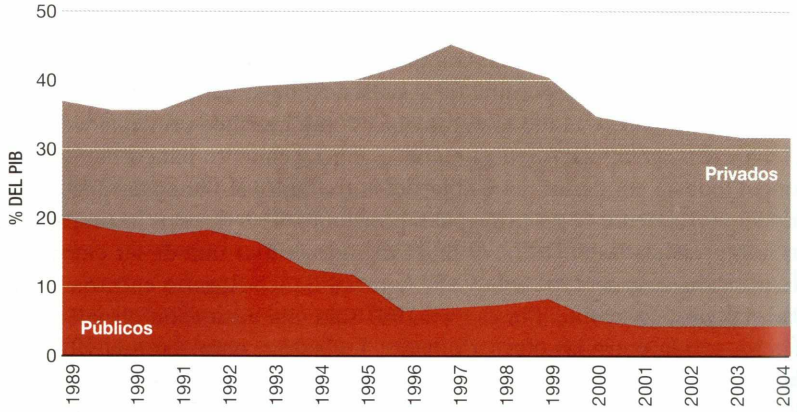
Los cambios mencionados en la importancia de la banca privada, incluyendo la extranjera, así como la pérdida de la presencia de la banca pública, son particularmente evidentes cuando se miran cuáles eran las cinco principales entidades del sector. En 1990, eran bancos públicos, incluyendo el Banco de Colombia, entonces todavía en manos del Gobierno; entre tanto, el Banco de Bogotá había salido temporalmente de las principales posiciones. Tres de estas instituciones habían sido privatizadas en 1997, el BCH dejó de ocupar una de las cinco principales posiciones desde 1992 y la Caja Agraria/Banco Agrario entraría y saldría de la lista constantemente. Por eso, en 1997 solo una institución oficial, el Banco Cafetero, seguía entre las cinco primeras. Las otras cuatro eran el BBVA, que había adquirido el Banco Ganadero; el Banco de Colombia, ahora nuevamente privado; el Banco de Bogotá, y uno que ascendió al grupo de líderes a partir de una CAV: Davivienda. En 2003, esta última había pasado a ocupar el sexto lugar, siendo relegada temporalmente por el Banco Agrario.

GRÁFICO III. 11 | Composición del sistema bancario por activos (privados vs. públicos)

A. Composición del sistema bancario



B. Evolución del sistema bancario por activos como proporción del PIB



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

CUADRO III. 3 | Activos de los bancos de desarrollo

	COMO % DEL PIB						SUBTOTAL COMO % DE ACTIVOS DEL SISTEMA
	FINAGRO	BANCOLDEX	IFI	FINDETER	SUBTOTAL	FEN	
1990			0,84	0,07		3,13	
1991	1,40		0,64	0,42		4,35	
1992	1,38	1,53	0,79	0,42	4,12	3,82	7,67
1993	1,23	1,64	0,99	0,41	4,26	3,10	7,62
1994	1,33	1,84	1,12	0,44	4,72	2,55	7,71
1995	1,47	1,88	1,35	0,45	5,14	2,35	8,08
1996	1,35	1,67	1,44	0,44	4,90	2,30	7,31
1997	1,22	1,56	1,56	0,41	4,75	1,99	6,90
1998	1,27	1,56	1,45	0,44	4,72	1,95	7,48
1999	1,26	1,84	1,58	0,48	5,16	1,92	8,75
2000	1,03	1,21	1,45	0,45	4,14	1,55	8,03
2001	0,87	1,21	1,10	0,41	3,59	1,25	7,34
2002	0,90	1,26	0,74	0,37	3,27	1,18	6,95
2003	0,87	1,59		0,47	2,93	0,84	6,52
2004	0,84	1,35		0,58	2,78	0,66	6,21

FUENTE: CÁLCULOS PROPIOS CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

Este proceso estuvo acompañado por un cambio radical en las tendencias de la concentración, que quebraron medio siglo de reducción de los coeficientes correspondientes. Siguiendo la tendencia precedente y los efectos iniciales de las reformas, que se reflejaron en la creación de nuevas entidades, la concentración siguió disminuyendo durante el auge, tanto si se mide a través del índice de Herfindahl como, especialmente, de la concentración de activos en las cinco entidades más grandes. A partir de 1998 se inició la tendencia opuesta, y de forma extremadamente rápida, de tal forma que en 2003 los índices de concentración ya superaban los niveles iniciales del periodo que estamos analizando (Gráfico III.12, pág. 143). La crisis de fin de siglo fue, por lo tanto, una detonadora de una fuerte concentración en el sector financiero y el fin de la era de baja concentración en el sector, tan elogiada todavía a mediados de los noventa por Fernández (1994, cap. 7). El único precedente había sido la concentración que tuvo lugar durante la segunda mitad de los años veinte, aunque entonces durante un periodo de auge y como resultado de la incapacidad de varios bancos pequeños de cumplir los requisitos de capital que se habían impuesto con la legislación de 1923, así como del rápido

crecimiento del Banco Agrícola Hipotecario, gracias a su fluido acceso a los mercados internacionales de capitales (González y García, 2002, cap. I).

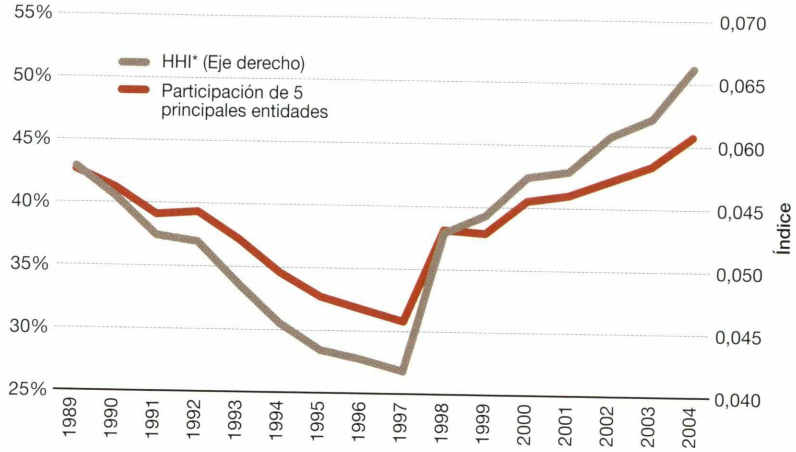
Este proceso coincidió, además, con una acelerada destrucción de entidades crediticias (algunas de ellas absorbidas por las entidades en expansión), un proceso que se inició a finales del auge pero se aceleró dramáticamente durante la crisis. De acuerdo con Fogafín (2015b), el número de establecimientos de crédito se redujo de 147 en 1996 a 108 dos años más tarde, 60 en 2003 y 47 en 2005, es decir, la tercera parte de las que existían menos de una década antes. La contabilidad de Anif (2006, cuadro II.1) indica que de 158 entidades existentes en 1995 quedaban solo 56 en 2005[37]. Para entonces habían desaparecido virtualmente dos del tipo de entidades especializadas creadas durante la época del intervencionismo estatal, en gran medida como resultado de la consolidación de la multibanca. En efecto, solo quedaba una CAV (banco hipotecario) y dos corporaciones financieras. Pero además se habían reducido de 74 a 25 las compañías de financiamiento comercial, incluidas las de *leasing*, que habían sido creadas después de las reformas de comienzos de los noventa.

El proceso de concentración hizo parte de otro: la aparición de los conglomerados financieros. Aunque en las décadas anteriores ya habían surgido grupos financieros, fueron las leyes 45 de 1991 y 35 de 1993 las que abrieron definitivamente la posibilidad de crear este tipo de organizaciones. La más destacada fue la conformación del Grupo Aval, a partir de entidades tanto privadas (Banco de Bogotá, de Occidente, Las Villas y Ahorramás) como públicas (Bancos del Comercio y Popular, el primero de ellos oficializado durante los ochenta). También cabe destacar la absorción del Banco de Colombia por el Banco Industrial Colombiano en 1998, dando origen a Bancolombia, que ha sido desde entonces el banco de mayor tamaño, aunque más pequeño que el Grupo Aval, cuya estructura es de instituciones múltiples. Los otros dos procesos de este tipo son la formación del Grupo Bolívar a partir de Davivienda y el Banco Superior, y la consolidación del Grupo Colpatria a partir de la fusión de las entidades de ese grupo y de Corpavi, privatizada en 1994. Entre las entidades oficiales, la más importante es la ya mencionada absorción de Concasa por el Banco Cafetero. Como la formación de conglomerados siguió tomando vuelo en la última década, volveremos sobre este tema en el capítulo final de este libro.

¿En qué medida se reflejaron estas tendencias, así como los cambios regulatorios en los márgenes de intermediación financiera? La evidencia para los años de

37 Por comparabilidad, excluimos las AFP y las fiduciarias, que hacen parte del número de entidades estimadas por Anif.

GRÁFICO III. 12 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado el cual toma valores entre 0 y 1 donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

auge es ambivalente, ya que los dos indicadores disponibles sobre dichos márgenes evolucionaron en el sentido opuesto (Gráfico III.7, pág. 128). De esta manera, la reducción de la represión financiera (o carga regulatoria) no tuvo efecto de corto plazo, como lo reflejan por lo demás estudios contemporáneos (Barajas, Steiner y Salazar, 1998), que indican que el margen de intermediación promedio en 1992 - 1996 fue muy similar al de 1974 - 1999 (el de 1996 un poco inferior, pero no más bajo que el de algunos años del periodo anterior). El margen sí se redujo nítidamente durante los años de la crisis, pese al nuevo aumento en la represión financiera (Salazar, 2005a, 2005b). De acuerdo con los determinantes mencionados en el capítulo anterior, la mezcla de la reducción neta acumulada en la represión, y también la baja de la tasa de inflación y de los costos laborales, ayudan a explicar este desarrollo. Lo mismo es cierto de las pérdidas de cartera, que explican una parte de la caída del índice, medido como ingresos financieros netos de las entidades de acuerdo con sus estados de pérdidas y ganancias. La mayor concentración del sector, característica de estos años, no actúo en el sentido opuesto, quizás porque también ayudó a reducir los costos no financieros, o porque generó una nueva forma de competencia (oligopolística o monopolística).

Desafortunadamente, no es posible hacer un análisis similar al de los capítulos anteriores sobre la estructura de plazos de la cartera del sistema. Este es un tema importante, dada la importancia que la política de crédito de fomento había otorgado a este resultado, y sobre él volveré en el capítulo final.

En torno a la evolución de la calidad y rentabilidad de la cartera de los establecimientos de créditos, conviene resaltar que estuvo afectada, como es obvio, por las fuertes coyunturas que caracterizaron este periodo, en particular la gran euforia de 1992 - 1995 y la crisis que se desencadenó en 1998. El indicador de calidad de la cartera comenzó a empeorar levemente a mediados de los años noventa, y tuvo un fuerte deterioro en 1998 y 1999, llegando a niveles cercanos al 14% en el año más crítico de la crisis (Gráfico III.13, pág. 145). Aunque este nivel fue superior al alcanzado en el pico de la crisis previa, en 1985 (Gráfico II.11, pág. 100), es posible que esto tan solo refleje las normas más rigurosas de control de la calidad de la cartera vigentes desde finales de los ochenta. Con las intervenciones del Gobierno Nacional, este indicador empezó a presentar una recuperación desde los primeros años del nuevo siglo, hasta llegar a los niveles saludables del 2004, de hecho mejores que todos los registros de los años noventa.

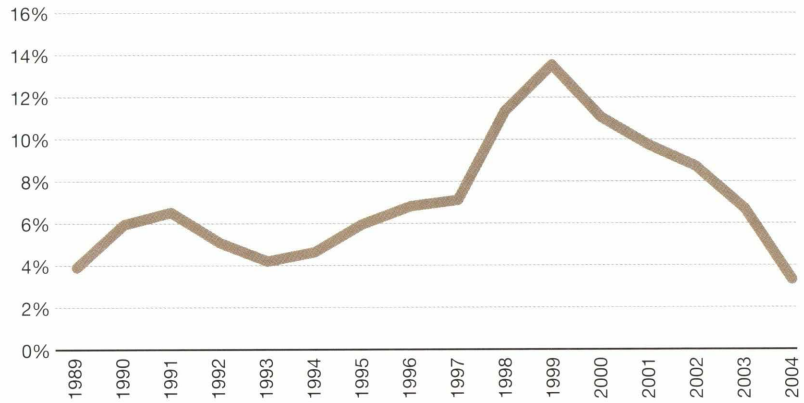
Como era de esperarse, este comportamiento se reflejó en los rendimientos del sistema, que mostró igualmente un fuerte deterioro en 1998 y 1998, llegando a tasas negativas de -3,5% sobre activos y -30% sobre patrimonio en el punto más álgido de la crisis. La recuperación fue de nuevo vigorosa, tornándose una vez más positiva en 2001 y alcanzando en 2004 niveles superiores a los de los años noventa.

* * * * *

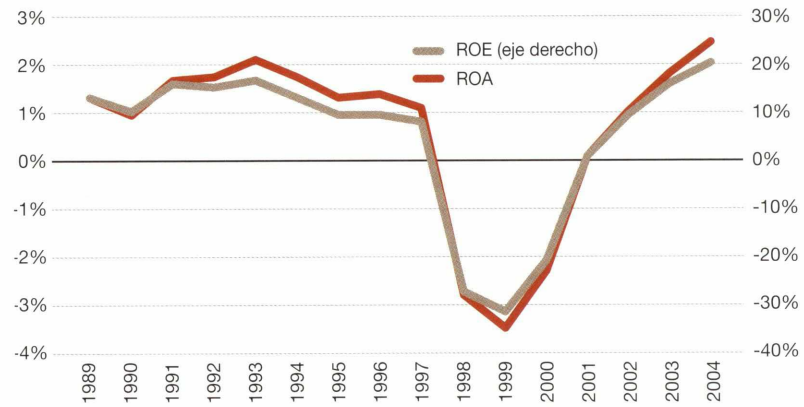
En suma, tras la liberalización financiera de comienzos de los años noventa, el sistema crediticio colombiano presentó virajes significativos, marcados por los vaivenes macroeconómicos y de acceso a capitales externos. Mientras que en los años posteriores a la liberalización se presentó una euforia sin precedentes, a finales hubo una de las crisis más agudas que ha tenido el sector, en un contexto de fuerte turbulencia de las economías emergentes. Estos giros se reflejaron no solo en los niveles de profundización financiera, sino de los rendimientos y la calidad de los créditos otorgados. El sector experimentó, además, cambios estructurales profundos y acelerados, en particular el retorno del protagonismo de la banca privada; un acelerado proceso de privatización matizado por la permanencia de bancos de desarrollo, organizados de forma independiente al banco emisor, y un proceso de concentración que rompió medio siglo de tendencia a la desconcentra-

GRÁFICO III. 13 | **Principales variables de la cartera de los establecimientos de créditos**

A. Calidad de cartera (Cartera vencida/Cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

ción de la actividad crediticia, y que estuvo acompañado, especialmente durante la crisis, por la destrucción de muchas entidades de tamaño pequeño. El proceso de concentración tuvo como eje la formación de conglomerados financieros, cuyo papel se profundizó durante el periodo más reciente de la historia financiera del país, al cual se dedica el último capítulo de este libro.

CAPÍTULO IV

LA GRAN EXPANSIÓN DE LA BANCA PRIVADA, 2004 -2014

Los once años posteriores a la crisis de fin del siglo constituyen la fase más exitosa de la banca privada colombiana. Algunos fueron parte de recuperación del terreno perdido durante la crisis, aunque también los niveles de profundización financiera aumentaron y lo siguieron haciendo en la posterioridad. Este proceso coincidió además con otros desarrollos importantes: el crecimiento de los principales grupos financieros en otros países latinoamericanos; una oferta creciente de deuda de largo plazo; el desarrollo de nuevos mecanismos de inclusión financiera; el crecimiento de fondos de pensiones y de inversión (un tema que no se analiza aquí), y una profundización del mercado accionario, que había sido esquivo en los años noventa y había entrado en un cierto retroceso desde los años setenta o incluso desde antes. Esta expansión coincidió, como en el pasado, con un nuevo auge de financiamiento externo, bajo condiciones en las cuales Colombia ha estado en el grupo de economías latinoamericanas con acceso favorable al mercado internacional de capitales. El financiamiento externo se interrumpió temporalmente durante la crisis del Atlántico Norte, pero se renovó rápidamente, aunque desde 2013 comenzó a mostrar dificultades durante algunas coyunturas críticas, sin que haya hasta ahora ninguna señal de una interrupción súbita del financiamiento externo. Además, desde el punto de vista macroeconómico, ocurrió con una recuperación del crecimiento económico, la estabilización de la inflación en niveles bajos y el abandono de la política monetaria procíclica que caracterizó varias coyunturas de los años noventa.

No todo ha representado, sin embargo, una edad de oro del desarrollo financiero. La crisis de financiación de vivienda no ha sido plenamente superada y los problemas de acceso al financiamiento de amplios sectores siguen siendo considerables. La altísima concentración del sector es un obvio elemento de preocupación y los márgenes de intermediación siguen siendo altos. Hay nuevos retos en materia de regulación, entre ellos los que representan la alta concentración y la inversión en el exterior de los principales grupos financieros. En materia macroeconómica, los desarrollos de la última década han dejado nuevamente un importante déficit en cuenta corriente, generados como en el pasado por una fuerte revaluación real del tipo de cambio. La depreciación más reciente de esta variable, aunque ayuda a corregir este problema, genera dificultades para los agentes privados, que aumentaron considerablemente su endeudamiento externo, especialmente durante el último lustro. Como en los años noventa, no hay espacio para una política fiscal anticíclica, por lo cual la moderación de los ciclos descansa excesivamente sobre la política monetaria. Subsisten, además, elementos de incertidumbre en el contexto mundial (notablemente una eventual moratoria griega y, aún más, la posibilidad de que ese país se vea obligado a abandonar el euro) que pueden dar lugar, como en el pasado, a una interrupción súbita de los flujos de capital.

Como en los capítulos anteriores, la primera sección analiza los eventos macroeconómicos de esta década. La segunda repasa la evolución institucional, que en realidad tiene más elementos de continuidad que de discontinuidad durante este periodo, aunque también enfrenta los nuevos retos mencionados. La última revisa los desarrollos del sector en términos de profundización, estructura y evolución de la cartera.

1. LOS DESARROLLOS MACROECONÓMICOS

Tal como vimos en el capítulo anterior, la flexibilización del tipo de cambio en 1999 permitió al Banco de la República adoptar una política monetaria anticíclica que, en conjunto con las medidas de saneamiento del sector y de alivio a los deudores hipotecarios, revirtió el fuerte deterioro que había experimentado la actividad productiva en 1998 - 1999. Esta recuperación fue sucedida a partir de 2004 por una fase de expansión que, con una corta interrupción durante 2009, duraría hasta 2014. Esta expansión estuvo apoyada por condiciones externas excepcionalmente favorables. En particular, en 2004 se inició con una breve interrupción durante el momento más crítico de la crisis del Atlántico Norte (los que sucedieron a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008), el auge de términos de intercambio más espectacular de la historia de Colombia, ya que superó en duración e intensidad todas las bonanzas cafeteras del siglo XX (Ocampo, 2015c). Ello coincidió, además, con la normalización, después de un cuarto de siglo, de las condiciones de acceso de América Latina al financiamiento externo, especialmente el retorno a costos de financiamiento similares a los del segundo lustro de los años setenta del siglo pasado (Bértola y Ocampo, 2013, págs. 250-251). Este acceso excepcional estuvo también interrumpido temporalmente por la crisis del Atlántico Norte, pero se renovó con fuerza de forma relativamente rápida desde finales de 2009. Por otra parte, con excepción de los años 2010 y 2014, los altos niveles de inversión extranjera directa neta han permitido cubrir los déficits en cuenta corriente que el país ha experimentado durante toda la década.

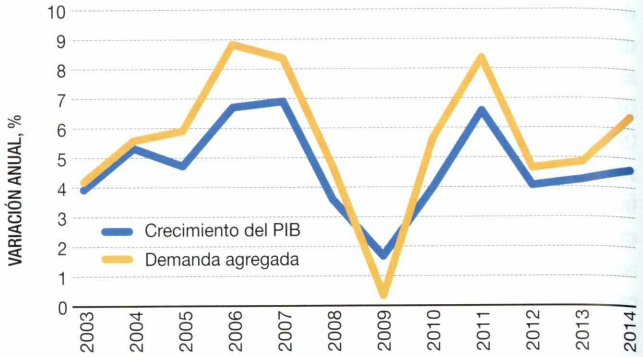
En términos de comportamiento macroeconómico, el periodo se caracterizó por un ciclo que terminó en 2009 y un segundo cuya fase descendente se inició a finales del 2014, del cual ignoramos todavía su duración e intensidad. Para el conjunto del periodo, el crecimiento fue del 4,8%, un ritmo superior al del periodo 1991 - 1997 (4,3%) pero inferior a los que se habían alcanzado antes de 1980[38]. Durante la fase de expansión del primero de estos ciclos, el auge se apoyó también en un crecimiento rápido de las exportaciones a Venezuela, del comercio mundial y de las remesas de los colombianos residentes en el exterior. Estas condiciones favorables desaparecieron durante la segunda fase de expansión y, al lado de otros factores que mencionaré, ayudan a explicar por qué esa fase tuvo un crecimiento menos rápido que la de la primera (4,8% en 2009 - 2014 vs. 5,4% en 2003 - 2008).

El primer ciclo se inició con una rápida recuperación de la demanda agregada, tanto pública como privada, y tanto de inversión como de consumo, apoyada igualmente en una fuerte expansión de la liquidez y crédito (Gráfico IV.1, pág. 150). El crecimiento de la demanda llegó en 2006 a ritmos cercanos al 9%, rápido pero algo más moderado que es de la coyuntura expansiva de los años noventa. Hasta 2005 coincidió, además, con la tendencia descendente de la inflación que se había iniciado durante la crisis del fin de siglo, y alcanzó niveles (4,5% anual) que el país prácticamente no había conocido después de la Segunda Guerra Mundial (solo en 1952 y 1955 se habían conocido registros más bajos). Como reflejo del fuerte cre-

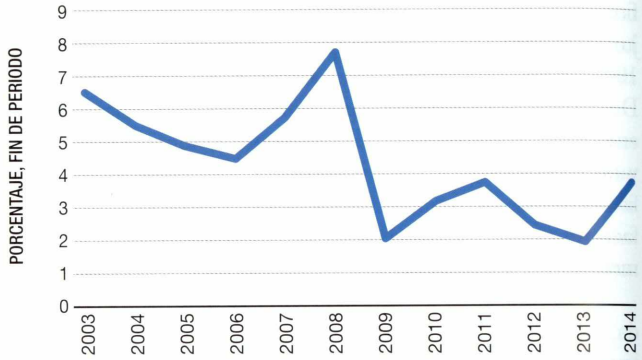
38 Dada la fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento de la población, las cifras recientes son muy positivas si se expresan en términos per cápita. Sin embargo, para comparaciones con los registros de décadas anteriores, prefiero las cifras de crecimiento del PIB total, ya que el crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido similar en épocas recientes en contraste con las del pasado. Por eso, si bien el PIB per cápita se comporta relativamente mejor en épocas recientes, eso no es cierto en el PIB *por trabajador* (que puede considerarse, por lo demás, como una medida burda de productividad).

GRÁFICO IV. 1 | Principales variables macroeconómicas

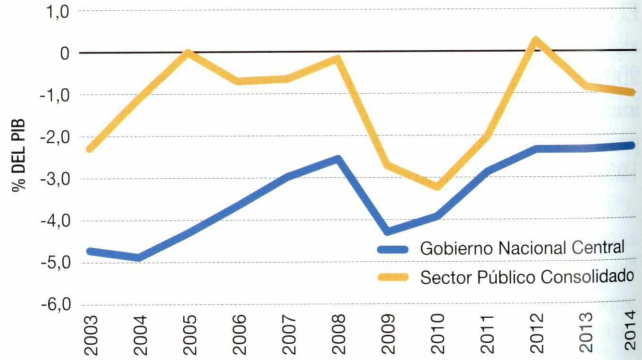
A. Tasa de crecimiento del PIB y de la demanda agregada (precios de 2005)



B. Tasa de inflación anual



C. Superávit (+) o déficit (-) del Gobierno Central y el sector público como % del PIB



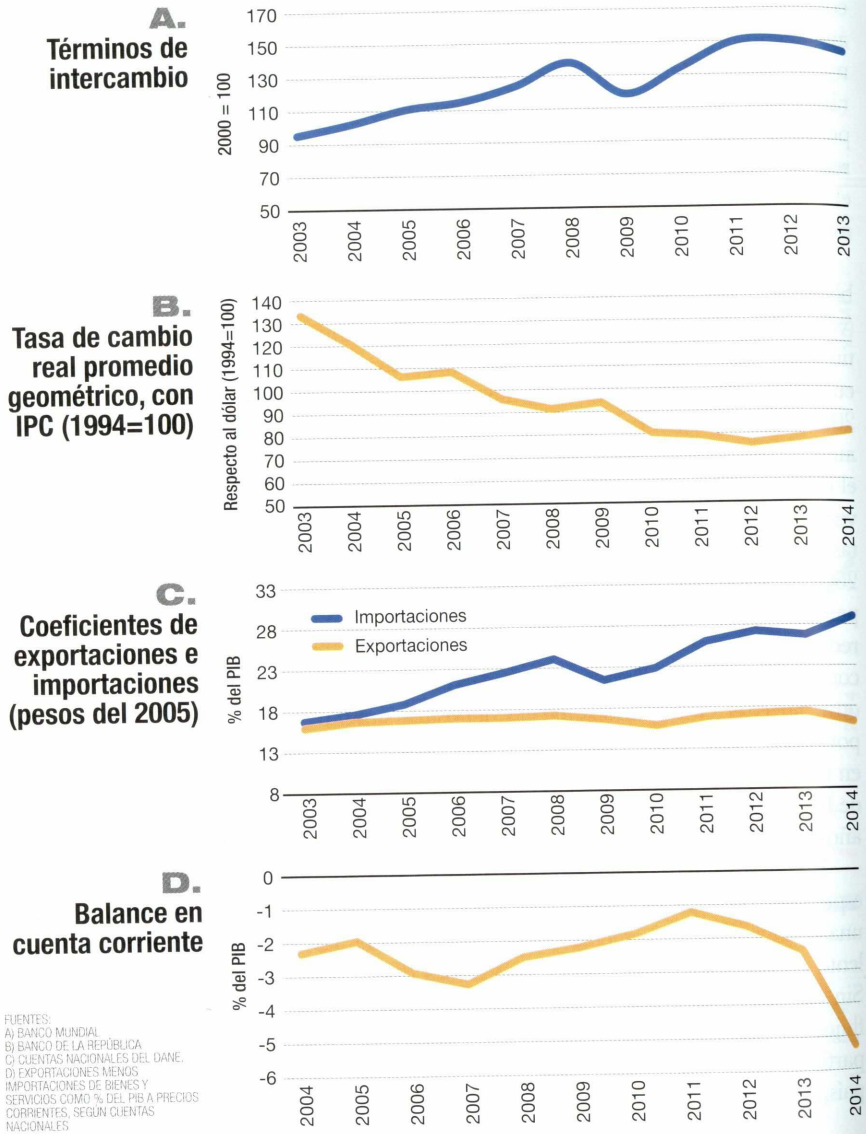
FUENTES:
A) DANE
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) MINISTERIO DE HACIENDA

cimiento de la demanda, el PIB creció en 2006 y continuaría haciéndolo en 2007 a ritmos de 6,7 y 6,9%, respectivamente, superiores a los del mejor momento de la coyuntura económica de los noventa, y solo comparables a los alcanzados durante el auge económico de 1967 - 1974 y al año pico de la bonanza cafetera de la segunda mitad de los setenta (1978). En materia fiscal, aunque el gasto público se expandió rápidamente, los ingresos del Gobierno aumentaron aún más rápido y se redujo, por lo tanto, el déficit público. Como en las coyunturas anteriores, la tasa de cambio real se revaluó y la cuenta corriente experimentó un deterioro, esencialmente por el auge pronunciado de la demanda de importaciones, alimentada en parte por la inversión, especialmente en el sector minero energético (Gráfico IV.2, pág. 152).

Ante el fuerte crecimiento de la demanda, la respuesta del Banco de la República fue adoptar una política de enfriamiento desde el segundo trimestre de 2006 (véase el gráfico IV.3, pág. 154), de forma mucho más temprana que otros países latinoamericanos. Estos últimos, en general, solo comenzaron a adoptar dicha política cuando la inflación mundial de alimentos se elevó en 2008 (Ocampo y Malagón, 2015). La respuesta del Banco Central fue también más temprana que durante el auge de los años noventa. La política de enfriamiento de la demanda incluyó tanto el incremento de la tasa de interés como el aumento en los encajes bancarios. A su vez, para frenar la revaluación, que obviamente se acentuó con la elevación de las tasas de interés, el Banco acumuló reservas internacionales a un ritmo fuerte en 2007 así como restableció el encaje al endeudamiento externo. A este lo había suspendido durante la crisis de fin de siglo y lo elevó aún más el año siguiente, antes de reducirlo nuevamente cuando se redujo la disponibilidad de financiamiento externo como resultado de la crisis del Atlántico Norte (Zárate, Cobo y Gómez, 2012). Por otra parte, el Gobierno estableció depósitos similares a la inversión extranjera de portafolio y plazos mínimos para su permanencia en el país. Es importante resaltar, en todo caso, que el endeudamiento externo se mantuvo en niveles moderados y, de hecho, la deuda externa neta de reservas internacionales se redujo durante estos años (Cuadro IV.1, pág. 156).

La crisis del Atlántico Norte frenó esta fase de expansión a lo largo de 2008, especialmente desde el último trimestre de dicho año, lo que dio como resultado una paralización del crecimiento de la demanda agregada y un crecimiento muy lento en 2009, acompañado de una nueva disminución de los ritmos de inflación. Sin embargo, la rápida recuperación de los precios de productos básicos y de los flujos de capital hacia economías emergentes permitió una recuperación rápida a partir del último trimestre de 2009. La mejoría en los términos de intercambio del país, que generó el primero de estos procesos, fue posible por la política anticíclica

GRÁFICO IV. 2 | Principales variables del sector externo



FUENTES:
A) BANCO MUNDIAL
B) BANCO DE LA REPÚBLICA
C) CUENTAS NACIONALES DEL DANE.
D) EXPORTACIONES MENOS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS COMO % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES, SEGÚN CUENTAS NACIONALES

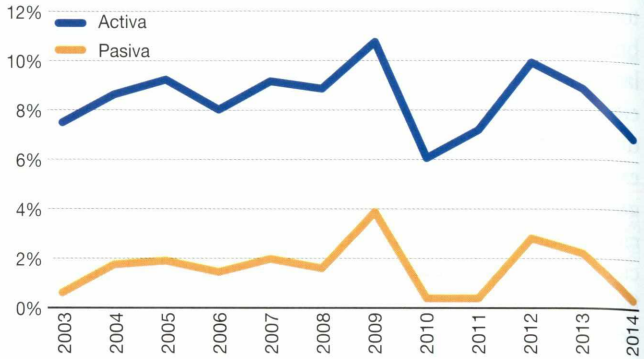
y la rápida recuperación de la economía china. A su vez, el auge de financiamiento externo fue inducido por la política monetaria fuertemente expansiva adoptada por todos los países desarrollados a partir del colapso de Lehman Brothers, en septiembre de 2008 (pero que se había iniciado de forma gradual desde antes), así como por las condiciones relativamente sólidas de las economías emergentes que, con excepción de algunas de Europa Central y Oriental, no experimentaron crisis financieras durante estos años. En el caso de América Latina, los niveles de endeudamiento externo neto habían disminuido de manera notoria durante el auge de 2003 - 2008, generando una confianza en los mercados financieros que la región no había conocido desde los años setenta. Colombia lideró de nuevo las medidas monetarias anticíclicas, reduciendo las tasas de intervención desde diciembre de 2008. En materia fiscal intentó una política anticíclica, pero tuvo que revertirla rápidamente debido al deterioro de las cuentas fiscales que se produjo en 2009.

La rápida mejoría de los términos de intercambio y el abundante financiamiento externo dieron lugar al segundo ciclo expansivo, cuyas características fueron algo diferentes a las de la anterior. Desde el punto de vista externo, ya no contó, como vimos, con otras condiciones externas favorables y, es particular, con un aumento de las exportaciones a Venezuela; por el contrario, estas exportaciones colapsaron en 2009 - 2010 debido a los enfrentamientos políticos entre los dos países y su recuperación posterior fue débil antes de iniciarse una nueva caída, asociada a los problemas que ha enfrentado la economía del vecino país en años recientes. Por otra parte, desde el punto de vista interno, la recuperación de la demanda fue inicialmente fuerte pero comenzó a dar muestras de flaqueza a mediados de 2012. El Gobierno Nacional lanzó, por lo tanto, el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (Pipe) en abril de 2013, algunas de cuyas medidas operaron a través del sector financiero, en especial el subsidio a las tasas de interés para viviendas nuevas de clase media y el aumento de los créditos de Bancóldex al sector industrial. El Banco de la República redujo, además, sus tasas de interés de intervención durante el segundo semestre de 2012 y el primer trimestre de 2013, revirtiendo las alzas moderadas que se habían adoptado durante 2011 y comienzos de 2012, y que habían revertido muy parcialmente la política monetaria expansiva que había adoptado durante la fase más aguda de la crisis del Atlántico Norte (Gráfico IV.3, pág. 154). Esto fue posible, además, por el mantenimiento de los ritmos de inflación en niveles muy moderados para los patrones históricos. Las medidas del gobierno y el Banco fueron efectivas en generar una reactivación de la demanda, pero solo en forma parcial del PIB (Gráfico IV.1, pág. 150).

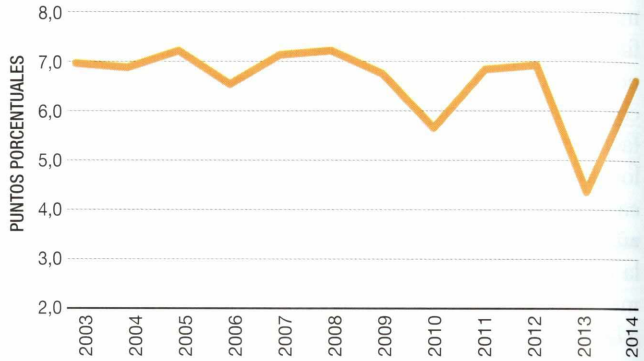
Las principales diferencias con el auge anterior se generaron, sin embargo, en

GRÁFICO IV. 3 | Tasas de interés

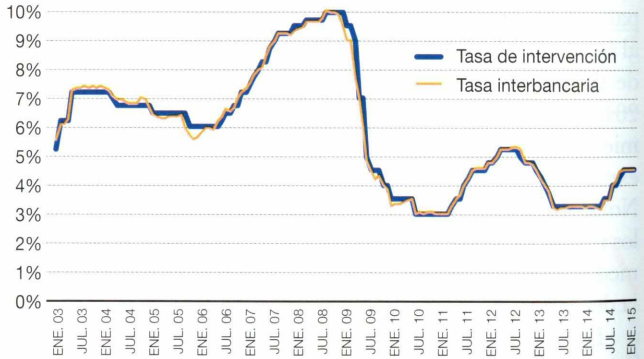
A. Tasas de interés reales anuales, 2004 - 2014



B. Márgenes de intermediación



C. Tasas de interés mensuales, 2004 - 2014



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN BANCO DE LA REPÚBLICA

TASA DE INTERÉS:
ACTIVA: SE UTILIZÓ LA TASA ACTIVA TOTAL SISTEMA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

PASIVA: TASA DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL DE CDT A 90 DÍAS PARA BANCOS Y CORPORACIONES

el frente externo. La más notoria ha sido la explosión del endeudamiento externo, tanto privado como público, especialmente el primero. Además, este último ha tenido un componente excesivamente alto de pasivos de corto plazo: en 2014, el 49% de la deuda externa privada era de corto plazo versus solo el 17% en el pico de la deuda externa, alcanzado en 1998 (Cuadros III.1, pág. 110 y IV.1, pág. 156). La contrapartida positiva de esta tendencia ha sido el gran acceso del país a los mercados internacionales de capitales, tal como se señala más adelante, pero involucra el mayor riesgo de salida de capitales si se presenta una interrupción súbita del financiamiento externo. Como en coyunturas anteriores, la deuda externa privada alimentó el auge financiero interno; sin embargo, debido a la fuerte depreciación del peso que se ha producido desde finales de 2014, también presionará adversamente la demanda agregada, a través del deterioro en los balances del sector privado. La acumulación de reservas internacionales se acentuó, aunque de manera más moderada que en otros países latinoamericanos (Ocampo y Malagón, 2015). Además, en contraste con las coyunturas de abundancia de capitales de los años noventa y 2007, ni el Banco de la República ni el Gobierno adoptaron medidas para moderar el aumento del endeudamiento externo.

Por otra parte, la revaluación se acentuó a partir de 2010, generando de hecho una de las sobrevaluaciones más agudas de América Latina en años recientes. La cuenta corriente arrojó déficits persistentes, pese al espectacular auge en los términos de intercambio, y finalizó produciendo en 2014 (y lo hará aún más en 2015) los déficits más altos desde los alcanzados en 1993 - 1998. La contrapartida ha sido una elevación persistente del coeficiente de importaciones con un estancamiento en el de exportaciones, que se acumuló por una década (Gráfico IV.2, pág. 152). El aumento de las importaciones ha golpeado significativamente a los sectores productores de bienes transables y, especialmente, ha agudizado el proceso de desindustrialización que venía experimentado el país (Ocampo, 2015c). Ello se refleja en el fuerte deterioro del déficit comercial del sector industrial y en el hecho de que el valor agregado de la industria manufacturera era en 2014 solo 3% superior a los niveles de 2008. Algo similar, aunque no tan acentuado, ha sido cierto en el sector agropecuario. El crecimiento económico descansó, por lo tanto, sobre la minería, la construcción y los servicios, incluyendo en este último caso los financieros, un patrón que bien puede caracterizarse como un episodio de 'enfermedad holandesa'.

El fin del auge de precios de productos básicos, que se extendió al petróleo desde mediados de 2014, representa el reto coyuntural más importante que enfrenta la economía al final de este periodo de expansión. El fuerte deterioro de la balanza

CUADRO IV. 1 | **Deuda externa** (Millones de dólares)

	MONTO TOTAL									COMO PORCENTAJE DEL PIB				
	DEUDA EXTERNA PRIVADA			DEUDA EXTERNA PÚBLICA			DEUDA EXTERNA	RESERVAS INT/NALES. NETA	EXTERNA NETA	PRIVADA	PÚBLICA	DEUDA EXTERNA	RESERVAS INT/NALES. NETA	EXTERNA NETA
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
2003	3.095	10.385	13.480	224	24.360	24.584	38.065	10.602	27.462	14,2	26,0	40,2	11,2	29,0
2004	4.332	9.331	13.662	391	25.444	25.835	39.497	13.216	26282	11,7	22,1	33,7	11,3	22,4
2005	4.956	9.361	14.317	399	23.790	24.189	38.507	14.625	23881	9,8	16,5	26,3	10,0	16,3
2006	4.321	9.483	13.803	254	26.045	26.299	40.103	15.104	24998	8,5	16,2	24,6	9,3	15,4
2007	4.449	11.285	15.734	695	28.124	28.819	44.553	20.601	23953	7,6	13,9	21,5	9,9	11,5
2008	5.064	11.857	16.921	552	28.895	29.447	46.369	23.660	22709	6,9	12,0	19,0	9,7	9,3
2009	3.605	12.985	16.590	339	36.790	37.129	53.719	24.983	28736	7,1	15,9	23,0	10,7	12,3
2010	6.917	18.275	25.192	995	38.551	39.546	64.738	28.066	36672	8,8	13,8	22,5	9,8	12,8
2011	9.429	23.705	33.135	825	41.609	42.434	75.568	31.909	43659	9,9	12,6	22,5	9,5	13,0
2012	9.668	23.000	32.669	665	45.400	46.065	78.734	36.991	41743	8,8	12,5	21,3	10,0	11,3
2013	11.526	28.330	39.856	515	51.602	52.117	91.973	43.152	48822	10,5	13,7	24,2	11,4	12,8
2014	13.634	27.934	41.567	703	58.961	59.664	101.231	46.841	54391	11,0	15,8	26,8	12,4	14,4

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA Y CÁLCULOS PROPIOS.

de pagos es el síntoma más directo de ello. Debido al escaso margen que ha contado desde los años noventa para adoptar una política fiscal anticíclica y a la también importante dependencia del Gobierno de los recursos mineroenergéticos, el Gobierno retornó en 2014 a una política de austeridad fiscal. Las incertidumbres que rodean la producción de petróleo del país pueden acentuar ambas tendencias. La política monetaria ha mantenido una posición esencialmente neutra, gracias a los bajos ritmos de inflación. Por su parte, la devaluación tendrá los efectos adversos ya mencionados sobre los balances privados, que tendrán efectos adversos de corto plazo sobre la demanda agregada, pero también facilitarán la recuperación de la industria y la agricultura, así como un aumento de exportaciones diferentes a las de productos mineroenergéticos. También puede terminar elevando los ritmos de inflación por encima de las metas del Banco de la República, generando en ese caso la presión para que la política monetaria se torne restrictiva en un momento en el cual debería tener el signo contrario.

El ajuste externo necesario requerirá, en cualquier caso, una reducción del ritmo de crecimiento económico. Hasta ahora, dicha disminución ha sido moderada para los patrones sudamericanos. Como lo enseña la historia económica de las últimas décadas, el punto decisivo será el continuado acceso al financiamiento

externo. De presentarse una interrupción súbita de dicho financiamiento, no solamente se generaría una desaceleración de la actividad productiva mucho más severa sino efectos fuertes sobre el sector financiero. En este sentido, y como ya lo señalé, los fuertes aumentos en los niveles de endeudamiento externo privado, especialmente de corto, representan un fuerte elemento de la vulnerabilidad.

Hasta ahora, sin embargo, y aparte de coyunturas específicas, el acceso al financiamiento externo ha seguido siendo favorable. El gráfico IV.4 (pág. 158), muestra que Colombia compartió con el conjunto del mundo en desarrollo el descenso de márgenes de riesgo y costos de financiamiento en 2004 - 2007, y comenzó a tener condiciones más favorables que el promedio de América Latina y del promedio de las economías emergentes desde 2008, una situación que se hizo más notoria después de la crisis del Atlántico Norte. Esta situación estuvo sin duda reforzada por la recuperación, en 2011, de la calificación de grado de inversión que el país había perdido en 1999. Las presiones generadas por la crisis europea en 2011 y 2012 fueron casi imperceptibles. Mucho mayores fueron el impacto del anuncio por parte del Presidente de la Reserva Federal, en mayo de 2013, según el cual el banco central de Estados Unidos iba a comenzar a reducir gradualmente sus compras de activos, un efecto que de todas maneras se atenuó durante el primer semestre de 2014. La caída de los precios del petróleo y las dificultades que comenzó a enfrentar Rusia a finales de 2014 tuvieron además un impacto más limitado sobre los márgenes de riesgo de la deuda colombiana que sobre la de otras economías latinoamericanas o emergentes. Más aún, pese a todos estos choques, los costos del financiamiento externo de Colombia han permanecido en niveles significativamente más bajos que los ya reducidos que tenían antes de la crisis del Atlántico Norte.

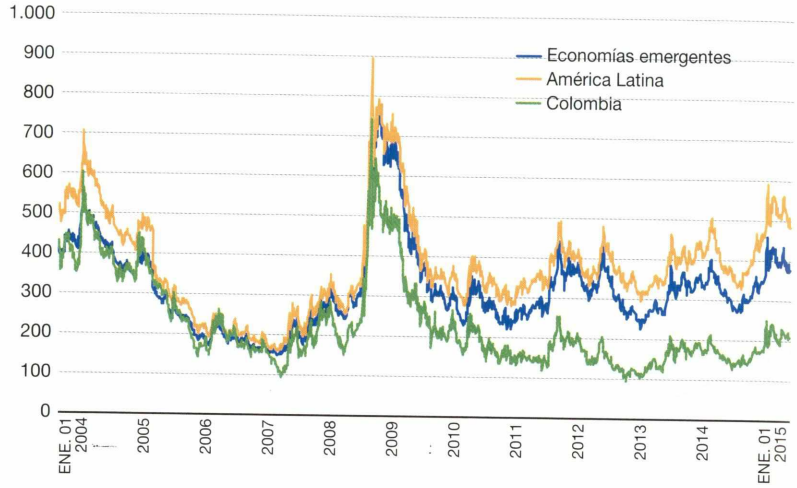
2. CAMBIOS INSTITUCIONALES

a. La consolidación de la regulación financiera

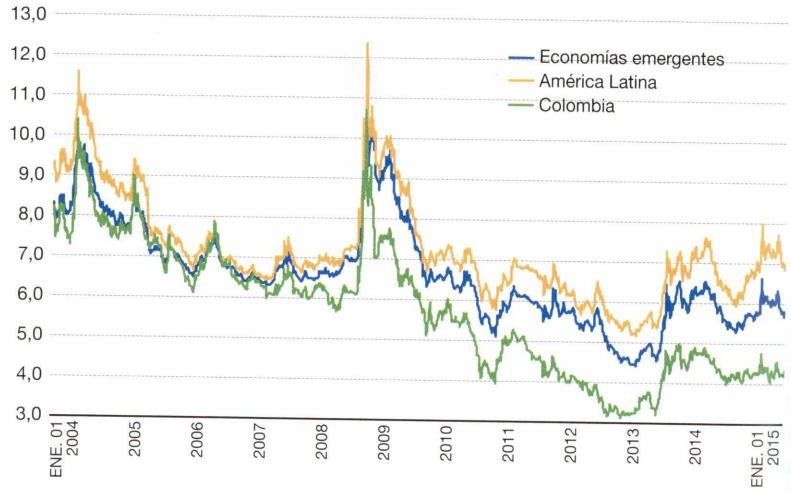
Según vimos en el capítulo anterior, ante la necesidad de recuperar la confianza de los ahorradores, en 2000 se creó la Red de Seguridad Financiera como mecanismo de coordinación entre las entidades participantes (Ministerio de Hacienda, Banco de la República, Superintendencia Financiera, Fogafín y Fogacoop) para reducir la probabilidad de quiebra de las entidades financieras y, en caso de que esto ocurriera, evitar el contagio a las demás. La Ley 795 de 2003 avanzó aún más en esta dirección, fortaleciendo el andamiaje institucional, regulatorio y operativo, con el propósito de devolver definitivamente la confianza del público en el sector.

GRÁFICO IV. 4 | **Márgenes de riesgo y rendimiento de los bonos soberanos, 2003 - abril 2015**

A. Márgenes de riesgo (puntos base)



B. Rendimiento de los bonos (%)



FUENTE: JPMORGAN

En lo que respecta a la arquitectura institucional, esta Ley estableció formalmente el Comité de Coordinación para el Seguimiento al Sector Financiero, que se encarga de analizar de manera oportuna la información tanto microeconómica como macroeconómica del sector financiero y de garantizar su buen funcionamiento y control (Uribe, 2013). Entre sus funciones particulares se destacan: la adopción de medidas específicas para cada entidad, la divulgación de información relevante para el ejercicio de las funciones de las entidades que lo componen y la realización de los estudios técnicos necesarios para la expedición de normas de regulación de las entidades.

Adicionalmente, en lo atinente al tema de normatividad, se introdujeron nuevos instrumentos de intervención del Gobierno Nacional para regular los sistemas de pagos que no son competencia del Banco de la República, establecer normas para prevenir el lavado de activos y determinar las distintas modalidades de crédito cuyas tasas deben ser certificadas por la Superintendencia Bancaria. En esta misma línea, se decretaron reglas sobre conflictos de interés, conducta de los administradores y derechos de información de los usuarios. Particularmente, entre las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, se estableció que todo funcionario con acceso a información privilegiada tenía el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que diera lugar a conflictos de interés.

En materia regulatoria, esta Ley modificó, además, los montos mínimos de capital para constituir entidades sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, montos que se ajustarán anualmente de acuerdo con la variación del índice de precios al consumidor. Se autorizó a los establecimientos de crédito la realización de dos nuevos tipos de operaciones: la administración 'no fiduciaria' de cartera y operaciones de *leasing* habitacional. Así mismo, se concedió permiso a los establecimientos bancarios para celebrar contratos de administración de carteras que hayan sido objeto de toma de posesión para liquidación. Se reforzó el esquema de defensa del consumidor y las normas sobre transparencia de la información suministrada a los clientes (Arango, 2006).

Estas medidas estuvieron acompañadas, adicionalmente, por la modernización del marco regulatorio del mercado de valores, en particular de la expedición de la Ley 964 de 2005, que regula en particular las actividades de la Bolsa de Valores de Colombia, creada en 2001 a partir de la integración de las Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente. Así, se ajustó la regulación del manejo de recursos captados del público a través de dicho mercado y la supervisión del sistema de información que se debe suministrar, al tiempo que se mejoró la valoración del riesgo de los diferentes portafolios financieros y de activos. Además,

se creó el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. Para alinear los incentivos que enfrentan los agentes de este mercado con los de la sociedad, el Decreto 3767 de 2005, reglamentario de la Ley 964, determinó que al menos el 40% de los miembros de la Junta Directiva de las bolsas deben ser independientes.

Esta ley ordenó igualmente al gobierno regular las funciones del Defensor del Cliente para los miembros de las bolsas de valores y las administradoras de fondos de inversión. Esto se hizo con base en las disposiciones de la Organización Mundial de las Comisiones de Valores, dirigidas a reforzar la confianza del público. Aunado a lo anterior, se determinaron, por medio de los decretos 1565 y 3516 de 2006, todas las funciones de autorregulación del mercado de valores, buscando de esa forma mayor efectividad y control sobre los agentes que participan en dicho mercado.

A ello se agregó la unificación de las superintendencias Bancaria y de Valores, por medio el Decreto 4323 de 2005, dando lugar al surgimiento de la Superintendencia Financiera de Colombia. Dicha unificación respondía a la necesidad de consolidar una unidad regulatoria, clave para generar transparencia y fortaleza decisoria ante conductas de mercado poco transparentes o que vulneraran la integridad y la confianza en el sector (Rojas y González, 2008).

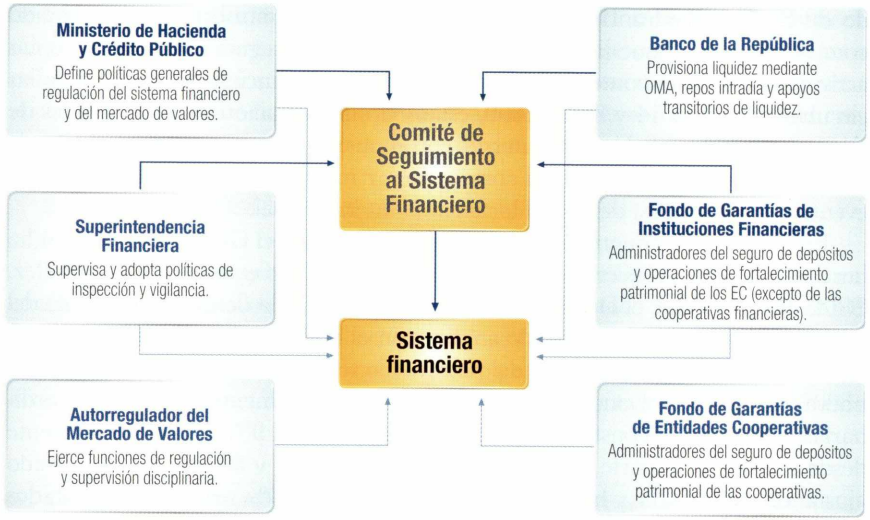
Lo anterior estuvo mancomunado con al menos dos innovaciones regulatorias que se introdujeron en el año 2008, las cuales robustecieron el marco regulatorio del mercado de valores. Por una parte, el Decreto 1796 creó una reglamentación, prácticamente inexistente en país, para hacer posibles las operaciones con derivados, con el propósito de fomentar la cobertura de las posiciones de los agentes del mercado. Por otra, el Decreto 1121 reglamentó todo lo referente a la actividad de intermediación, separando a los inversionistas de acuerdo con su capacidad de inversión y conocimiento cabal del mercado.

En suma, las reformas adoptadas en los primeros años de este nuevo siglo estuvieron direccionadas a restablecer la confianza de los ahorradores en el sistema financiero y evitar reincidir en coyunturas criticas como las que enfrentó el sector a finales del siglo XX. Paralelamente, se hizo una profunda modernización del mercado de valores, la cual incluyó el desarrollo de una infraestructura institucional y tecnológica apropiada, una supervisión unificada y un autorregulador del mercado de valores; a ello se agregó una titularizadora de crédito hipotecario y la puesta en marcha de una cámara central de riesgo de contraparte (Rojas y González, 2008).

En este contexto de reingeniería institucional, quedaron constituidas las funciones de cada uno de los actores involucrados en la Red de Seguridad del Sistema Financiero (Ver diagrama IV.1, pág. 161, tomado de Uribe, 2013). El Ministerio

de Hacienda de Crédito Público (MHCP) define las políticas generales para el sistema financiero, por medio de la adopción de las medidas prudenciales que deben regir el sistema, las de modernización del mercado de valores y aquellas relacionadas con inclusión financiera. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) supervisa las entidades a través de una diversidad de instrumentos para verificar el cumplimiento de la regulación e interviene las entidades en caso de incumplimientos. El Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) desempeña, por su parte, una labor complementaria a la del MHCP y la SFC en el mercado de valores, en la medida que expide normatividad, supervisa y tiene poder disciplinario. Adicionalmente, los fondos de garantías dan confianza en los depositantes mediante el sistema de seguro de depósitos, y contribuyen a fortalecer patrimonialmente a las entidades. Finalmente, el Banco de la República otorga liquidez a las entidades del sistema financiero, en cumplimiento de su función de prestamista de última instancia, y complementa con su labor técnica el análisis de los riesgos que enfrenta el sistema financiero.

Diagrama IV.1 | Actores de la red de seguridad del sistema financiero colombiano



FUENTE: URIBE (2013)

b. La respuesta a la crisis del Atlántico Norte

El fuerte impacto de la crisis del Atlántico Norte en los países desarrollados generó un activismo internacional en materia de regulación prudencial. Al frente de esta tarea ha estado la Junta de Estabilidad Financiera, creada por el Grupo de los 20 a partir del foro del mismo nombre, que había sido puesto en marcha después de la crisis asiática de finales del siglo XX. El deterioro del nivel y calidad del capital en importantes entidades crediticias internacionales mostró la importancia de generar un nuevo esquema de regulación prudencial, para evitar la acumulación de riesgos sistémicos y fortalecer la capacidad de las entidades para sortear los periodos de tensión. Las recomendaciones del Comité de Basilea en el periodo posterior a la crisis, que se vinieron a denominar Basilea III, se concentraron en el manejo de los riesgos inherentes a la actividad bancaria, en los requisitos de capital y liquidez, y en la calidad del primero, con atención especial a las entidades sistémicamente importantes (Asobancaria, 2014a).

Si bien frente a lo ocurrido a finales del siglo XX, el impacto de esta crisis fue mucho menos severo en Colombia, la gestión de riesgo de las instituciones financieras cobró particular relevancia en el debate público, ya que evidenció que la alta interdependencia entre los mercados puede desencadenar crisis sistémicas.

En lo que respecta al manejo de riesgo, la ronda previa de reformas del Acuerdo de Basilea (Basilea II) había hecho énfasis en el control interno, entendido como la capacidad que tiene cada entidad para hacer seguimiento a sus propias actividades. En este contexto, la Superintendencia Financiera, por medio de las circulares externas 14 y 38 de 2009, estableció la obligación de las entidades de adoptar el Sistema de Control Interno, con el objetivo de proporcionar gestión de riesgos eficientes y efectivos, así como generar mayor capacidad para enfrentar eventuales crisis, tanto de origen local como internacional.

En materia de requerimientos de capital y liquidez, el Gobierno Nacional ha buscado alinearse a los estándares de Basilea III (Clavijo et al, 2010; Hernández, 2014). En particular, el Decreto 1771 de 2012 modificó la definición y cálculo del capital de los establecimientos de crédito con el objetivo de mejorar su calidad. Introdujo nuevas clasificaciones del patrimonio técnico y creó, en particular, una nueva relación de solvencia básica, constituido esencialmente con acciones ordinarias, y que deben constituir la mitad del requisito del 9% de solvencia vigente desde 1994. Por su parte, los requisitos de liquidez (a 7 y 30 días) se han venido ajustando desde 2011 y hoy se exige que al menos el 70% sean activos recibidos como 'colateral' por el Banco de la República.

Aunque otro elemento de Basilea III, el capital adicional entre 0 y 2,5% que se debe mantener como colchón anticíclico, no ha sido adoptado, Colombia cuenta desde 1995 con un sistema que obliga a todos los establecimientos de crédito a constituir, además de las provisiones generales y las que se aplican a los créditos individuales para cubrir el deterioro corriente de la cartera, una provisión anticíclica. Esto, con el fin de mitigar por anticipado el impacto potencial de un desempeño adverso de la cartera sobre el estado de pérdidas y ganancias de la entidad. De esta manera, en vez de manejar estos problemas a través de un mayor capital, como lo determinó Basilea III, se utiliza un sistema de provisiones anticíclicas, que es posiblemente más adecuado dado el carácter de las provisiones como un mecanismo para cubrir pérdidas esperadas. Basilea III no se ha pronunciado sobre el tema de provisiones (o reservas), entre otras cosas por debates internacionales todavía inconclusos sobre la forma de estimar y contabilizar las pérdidas esperadas[39]. De igual forma, la Superintendencia Financiera ha adoptado otros mecanismos prudenciales, como la moderación de la distribución de dividendos en épocas de auge mediante la creación de un 'colchón de conservación' (la reserva voluntaria de utilidades del año 2008), así como el control excesivo del crecimiento del crédito (una provisión adicional a los créditos de consumo adoptada en 2012).

Otra de las políticas del Gobierno Nacional encaminadas a seguir las recomendaciones de Basilea III ha sido la adopción, por medio del Decreto 2784 de 2012, de los estándares internacionales de información financiera. Estos estándares surgieron de la necesidad de tener un lenguaje contable común entre países que permita a los inversionistas comparar de forma rápida, transparente y eficiente los resultados financieros de las entidades locales con respecto a sus contrapartes del exterior. La instrumentación de esta medida debe culminar en 2015.

c. La menor sensibilidad al ciclo económico

Gracias a esta reingeniería institucional, el sistema crediticio colombiano se encontró mejor preparado para enfrentar la crisis del Atlántico Norte de 2007-2009. Los indicadores de la calidad de la cartera han continuado mostrando, en cualquier caso, los efectos del ciclo financiero: mejoraron significativamente en los primeros años del periodo de análisis, pero experimentaron un nuevo deterioro en 2008 -

39 En Ocampo (2003), he argumentado que en las pérdidas esperadas se incurre cuando se desembolsan los créditos y, por ende, ese es el momento oportuno de estimar y contabilizar dichas pérdidas. Sin embargo, este principio, que se aplica en la industria aseguradora, no ha sido aceptado todavía en la industria bancaria.

2009, cuando la cartera vencida se elevó al 4% del total como resultado de los efectos de la crisis internacional (Gráfico IV.5, pág. 165). Sin embargo, este deterioro fue notablemente inferior a los que se experimentaron en 1985 y 1998 - 1999, cuando la cartera vencida se colocó por encima del 10%. En los años posteriores, la calidad de la cartera se recuperó de nuevo y se ha mantenido desde entonces en niveles sanos.

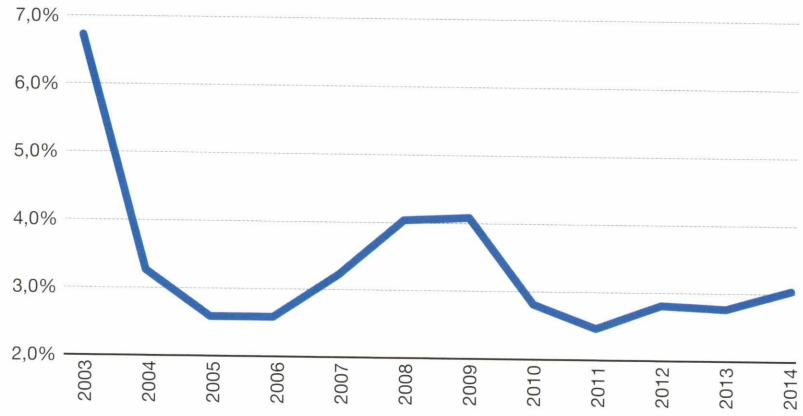
Por su parte, los niveles de rentabilidad se mantuvieron estables durante el periodo analizado en este capítulo, con una tendencia ligeramente descendente. Además, y en contraste nuevamente con las coyunturas turbulentas de los años ochenta y noventa, cuando la rentabilidad arrojó resultados valores fuertemente negativos durante los años críticos, en 2008 y 2009 mantuvo niveles positivos, solo marginalmente inferiores a los de los años previos.

En este buen comportamiento a lo largo del ciclo ha jugado también un papel destacado el Banco de la República, en particular con una política monetaria que, como se mostró en la primera sección de este capítulo, ha tenido un comportamiento anticíclico o neutro y ha evitado, por lo tanto, los episodios procíclicos que fueron una causa muy importante de la crisis de fin del siglo. El manejo anticíclico de las tasas de intervención fue particularmente notorio durante el auge de 2006 - 2008, cuando estuvo apoyada por aumentos a los encajes internos y al endeudamiento externo, así como durante los eventos críticos que sucedieron a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. No cabe duda de que el haber evitado excesos de endeudamiento y descalces en la fase expansiva de este ciclo, a través de las medidas macroprudenciales mencionadas, permitió que la economía colombiana fuera menos vulnerable y resistiera mejor el choque externo generado por la crisis del Atlántico Norte (Villar, Romero y Pabón, 2015). Está por verse si en ausencia de medidas macroprudenciales del mismo corte durante el auge más reciente, el fuerte aumento del endeudamiento externo privado y la política monetaria más neutra lograrán evitar una crisis del sector si se presenta una nueva interrupción súbita del financiamiento externo en el futuro inmediato, un evento que por ahora parece improbable.

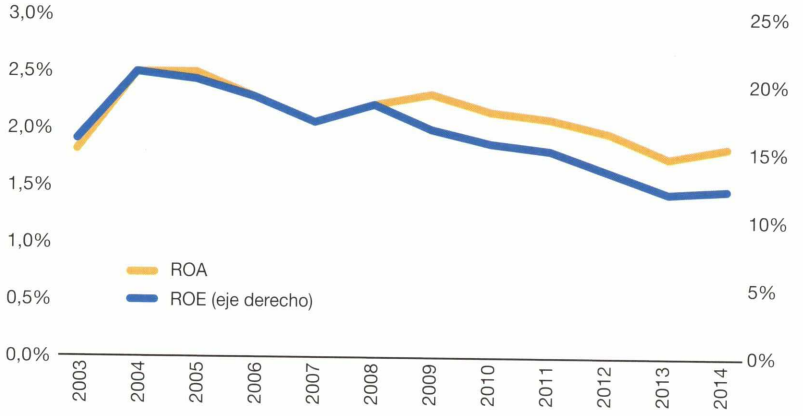
Estas tendencias ponen de manifiesto los efectos positivos que ha tenido el marco regulatorio integral que se ha perfeccionado gradualmente, así como de la orientación anticíclica o neutra de la política monetaria. De esta manera, aunque los indicadores de los establecimientos de créditos continuarán estando vinculados al vaivén de la economía y de los choques externos, este comportamiento procíclico se ha atenuado. La mayor solidez del sector se refleja, en particular, en la evolución de indicadores de patrimonio (que se mantiene muy por encima de los estándares regulatorios), calidad de la cartera y rentabilidad de las entidades.

GRÁFICO IV. 5 | **Principales variables de la cartera de los establecimientos de créditos**

A. Calidad de cartera (Cartera vencida / Cartera bruta)



B. Rentabilidades de los establecimientos de crédito



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

La evaluación más reciente del Fondo Monetario Internacional sobre la estabilidad financiera del país (FMI, 2013) resalta, entre otros elementos, la alta capitalización del sector bancario; su capacidad de resistir choques previsibles; así como la calidad de la supervisión, especialmente la consolidada de los conglomerados, y la capacidad de la Superintendencia Financiera de actuar sin interferencia política. Señala, en cualquier caso, las vulnerabilidades asociadas a la alta concentración del sector y a eventuales choques provenientes del exterior. Curiosamente, no hace ninguna anotación sobre el rápido crecimiento de la deuda privada de corto plazo y la ausencia de medidas macroprudenciales para moderar esta tendencia, lo que está en claro contraste con la posición adoptada por el FMI en años recientes sobre la conveniencia de adoptar medidas para hacer frente a los riesgos macroeconómicos que generan los excesivos flujos de capital.

d. Temas pendientes en materia regulatoria

Pese a los avances logrados, conviene resaltar dos temas emergentes a nivel internacional relevantes para el país. El primero está asociado a la alta concentración del sector y se refiere a la conveniencia de establecer requisitos adicionales para las entidades sistémicamente importantes (o 'demasiado grandes para quebrar', como se denominan en el debate norteamericano). Basilea III estableció para ellas una supervisión especial, requisitos adicionales de capital y la obligación de diseñar unos 'testamentos vivientes' (*living wills*), que establecen las acciones que se harían efectivas en caso de la quiebra de la entidad. Aunque estas normas fueron diseñadas para las entidades multinacionales más importantes, puede ser relevante desarrollar normas de este tipo a nivel nacional, dada la altísima concentración que caracteriza hoy al sistema financiero colombiano.

La segunda tiene que ver con las inversiones en el exterior de las entidades financieras de mayor tamaño, que obviamente generan riesgos adicionales para el país. Estos riesgos se ven limitados, pero ciertamente no desaparecen, si dichas entidades se constituyen como subsidiarias con sus propios requisitos de capital al igual que sujetas a la regulación y supervisión de los países donde están localizadas. Dada la importancia que las instituciones financieras colombianas tienen en Centroamérica, la forma como la Superintendencia Financiera de Colombia ha manejado este tema es a través de la promoción, a partir de 2012, de un 'Colegio de Supervisores'. Este desarrolla una supervisión consolidada, así como participa, como miembro colaborador, en el Consejo Centroamericano de Supervisores Bancarios, de Seguros y Otras Instituciones Financieras. Así mismo, ha comenzado a realizar visitas a las subsidiarias de los bancos colombianos en el exterior con base en acuerdos con los supervisores anfitriones. También participa en los Colegios de Supervisores del BBVA en España y del Scotia Bank en Canadá (Hernández, 2014).

Por su parte, dos temas adicionales que siguen siendo objeto de debate a nivel internacional se relacionan con las deficiencias de la metodología de ponderación de los riesgos de la cartera, con base en la cual se determina el patrimonio de las entidades crediticias, así como el comportamiento procíclico al cual pueden dar lugar las propias regulaciones. Debido a los problemas que plantea la metodología de ponderación de riegos, muchos han abogado por un requisito bruto de apalancamiento, es decir, un requisito de patrimonio a activos totales no ponderados. Las normas de Basilea III incorporaron un requisito adicional de este tipo del 3%, que algunas autoridades y analistas consideran demasiado bajo. Por este motivo, en abril de 2014, Estados Unidos elevó este requisito al 5% para los grandes grupos bancarios y 6% para sus subsidiarias que se benefician del seguro de depósitos.

El impacto procíclico que puede tener la regulación se relaciona con el efecto que pueden tener las pérdidas durante las crisis, en términos de las capitalizaciones que tendrían que hacer las entidades. Este problema se puede solucionar en parte con el colchón anticíclico que propone Basilea III o, mejor, con un buen sistema de provisiones anticíclicas; esta última es la ruta apropiada que ha seguido el país. Por otra parte, ante las incertidumbres que genera la crisis, la expectativa de posibles pérdidas y los requisitos adicionales de capital que generarían, los administradores de las entidades financieras pueden asumir una actitud de cautela que se puede reflejar en menor propensión a prestar y, más bien, destinar una proporción creciente de recursos a inversiones consideradas seguras, aunque su rentabilidad sea más baja, como los títulos de deuda pública. De hecho, esta situación se presentó en la crisis de fin de siglo, tal como lo vimos en el capítulo anterior. Este problema no se puede solucionar con normas regulatorias, motivo por el cual algunos analistas han propuesto que debe manejarse con créditos anticíclicos (o eventualmente garantías anticíclicas) de los bancos oficiales o de los bancos de desarrollo, como lo hicieron algunos países, notablemente China y Brasil, durante la crisis del Atlántico Norte, al igual que los bancos multilaterales de desarrollo a nivel internacional.

Por otra parte, conviene resaltar que las crisis financieras no solo han permitido observar fallas estructurales en el marco regulatorio, sino también un bajo nivel de educación financiera y de información de la mayoría de los consumidores (García, 2013). En ese sentido, el Gobierno Nacional ha empezado a poner en marcha un plan integral de educación financiera, que permita a toda la ciudadanía conocer

y comprender la información relevante. De esta manera, el Congreso de la República, a través de la Ley 1328 de 2009, incorporó la educación financiera como principio en la prestación de servicios financieros y se impartieron obligaciones para las entidades financieras en el sentido de desarrollar programas y campañas de este tipo. Posteriormente, el Plan Nacional de Desarrollo 2010 - 2014 estableció la educación financiera como uno de los apoyos transversales de la competitividad del país, y la Ley 1450 de 2011, la obligación del Ministerio de Educación Nacional de incorporar la educación financiera en el programa de competencias básicas.

Por último, cabe destacar el papel que pueden tener las políticas en materia de acceso al crédito, un tema en el cual ha habido avances, como veremos más adelante, pero subsisten muchos problemas. En esta materia, durante el periodo que analizamos, se impulsó la creación de nuevos vehículos de acceso a servicios financieros, como la 'banca móvil' y otros canales alternativos. Entre estas alternativas se destacan: (i) los corresponsales bancarios (creados por los decretos 2233 de 2006 y 3032 de 2007); (ii) las cuentas de ahorro de trámite simplificado (Circular Externa 53 de 2009 de la Superintendencia Financiera); (iii) las cuentas de ahorro electrónicas (decretos 4590 de 2008 y 1349 de 2009); (iv) los depósitos electrónicos (Decreto 4867 de 2011), y (v) las recientes Sociedades Especializadas en Pagos y Depósitos Electrónicos, que tienen licencia para: captar recursos del público mediante depósitos electrónicos, realizar pagos y traspasos, tomar préstamos dentro y fuera del país, y enviar o recibir giros financieros. Estas últimas fueron creadas en el marco de la Ley de Inclusión Financiera (Ley 1735 de 2014), mediante la cual se busca ampliar el acceso a los servicios transaccionales a través de medios electrónicos y de programas de educación financiera.

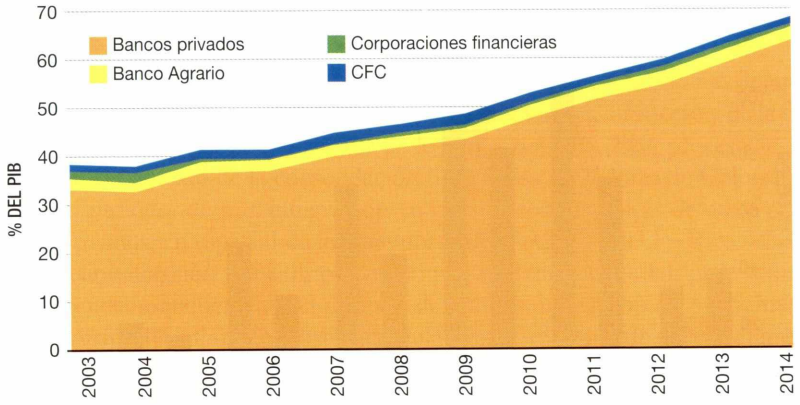
3. EVOLUCIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

a. Profundización financiera y estructura

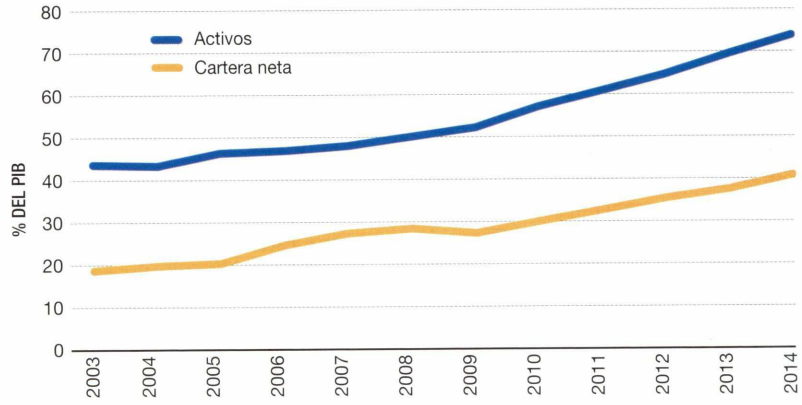
Tras las medidas encaminadas a recuperar la confianza al público y el acceso al mercado externo de capitales, el proceso de profundización financiera renovó su tendencia ascendente a partir del 2005, después de siete años de contracción en este indicador y sin alcanzar todavía en 2007 - 2008 los picos previos (Gráfico IV.6, pág. 169). La cartera neta se recuperó de forma algo más temprana (desde 2004) y a un ritmo mucho más rápido (5,9 puntos del PIB entre 2003 y 2006 versus 2,8 en el caso de los activos), mostrando la mayor confianza de las entidades sobre prestar sus recursos en vez de destinarlos a inversiones de bajo riesgo (en

GRÁFICO IV. 6 | **Profundización financiera**

A. Por tipo de entidad (activos)

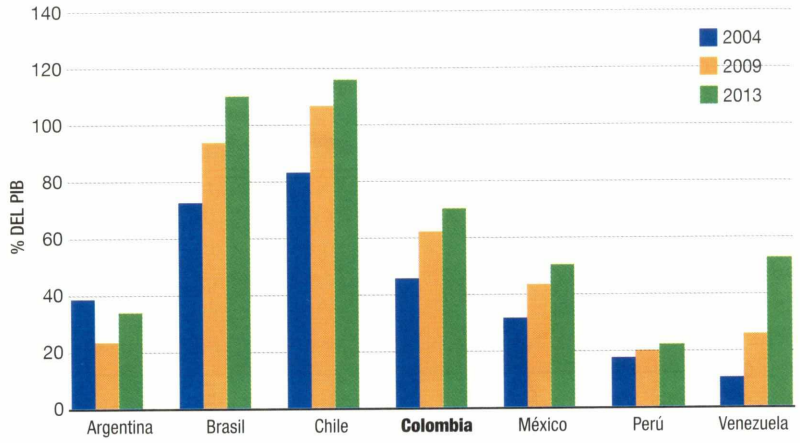


B. Activos y cartera neta



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

GRÁFICO IV. 7 | Comparación internacional - Crédito interno provisto por el sector bancario



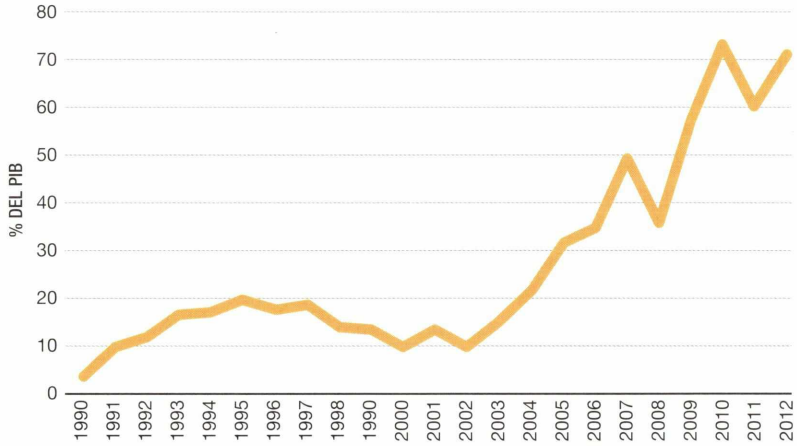
FUENTE: BANCO MUNDIAL

especial TES). A diferencia de lo acontecido en la crisis del fin de siglo, la crisis del Atlántico Norte solo frenó levemente la dinámica de la cartera, tal como se refleja en los datos del 2009. A partir de 2010 se generó una nueva y fuerte aceleración, que en materia de profundización medida por activos acumuló 21 puntos porcentuales del PIB en solo cinco años, el aumento más acelerado registrado en toda la historia (a título de comparación, el aumento experimentado entre 1991 y 1997 fue de 12 puntos). Gran parte de este aumento fue recuperación de la caída previa, de tal forma que los niveles alcanzados en 2014 solo superaron a los alcanzados en el pico anterior, en 1997, en siete puntos porcentuales y poco menos de cinco en el caso de la cartera. Como hemos visto, esta expansión reciente estuvo acompañada, como todos los auges previos de su género, por un fuerte incremento en los niveles de endeudamiento externo.

El gran dinamismo de la profundización financiera no fue un fenómeno exclusivo de nuestro país sino que, por el contrario, fue la regla en América Latina. De hecho, para el conjunto del periodo, los niveles de crédito provisto por el sector bancario aumentaron en casi todos los países latinoamericanos, según las estimaciones del Banco Mundial; la excepción fue Argentina, país que presentó un declive inicial de este indicador y una recuperación solo parcial con posterioridad. Aunque la profundización financiera evidenció un avance sustancial en nuestro país, al aumentar casi 25 puntos porcentuales del PIB entre 2004 y 2013, se mantuvo rezagado frente a los dos países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero: Brasil y Chile. Sin embargo, entre las siete economías más grandes, Colombia siguió colocándose en un tercer lugar, por encima de Argentina, México, Perú y Venezuela (Gráfico IV.7, pág. 170).

Otro de los grandes avances ocurridos en materia de profundización financiera fue la ampliación del mercado bursátil, tras medio siglo de retroceso y de la falta de despegue durante la liberalización de los años noventa. Este proceso se dio, además, en el contexto de la consolidación de la Bolsa de Valores de Colombia y, al final del periodo, de una integración en ciernes con las bolsas de otros países latinoamericanos, en especial de los miembros de la Alianza del Pacífico. El indicador de capitalización bursátil, publicado por el Banco Mundial, presentó una clara tendencia ascendente en el periodo de análisis, interrumpida parcialmente durante la crisis del Atlántico Norte, acumulando un aumento de más de cuarenta a cincuenta puntos porcentuales del PIB, en relación con el pico de los años noventa. Esto evidencia, por lo demás, no solo el éxito de la apertura y modernización del mercado de valores sino también el apetito de inversionistas extranjeros por las empresas colombianas (Gráfico IV.8).

GRÁFICO IV. 8 | Capitalización bursátil



FUENTE: BANCO MUNDIAL

En términos de estructura del sector, la expansión descansó exclusivamente sobre la multibanca privada, incluyendo la absorción o transformación de antiguas Corporaciones de Ahorro y Vivienda por/o en bancos comerciales (Gráfico IV.6, pág. 169). De hecho, estos bancos experimentaron un proceso de verdadera euforia durante el periodo que analiza este capítulo, al expandirse en más de treinta puntos porcentuales a lo largo de la década y superar el pico anterior en 18 puntos porcentuales (si se suman los bancos privados y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en 1997). Por eso, el periodo que analizamos puede considerarse la gran expansión de la banca privada, como lo señala el título de este capítulo.

Más aún, en línea con la tendencia exhibida desde la crisis de fin del siglo, todas las otras agrupaciones tuvieron una contracción relativa, en parte por la capacidad que tuvieron los bancos de asumir, a través de su operación como multibanca, funciones que históricamente habían llevado a cabo otras entidades.

Los bancos oficiales, que habían sido los motores del dinamismo financiero colombiano durante gran parte del siglo XX, desaparecieron del mapa del sistema financiero, con excepción del Banco Agrario, tanto como resultado del proceso de privatización de entidades oficiales históricas como de las que habían sido oficializadas durante la crisis de fin del siglo. Durante el periodo de intervención por parte de Fogafín, Bancafé había recibido el grueso de los activos y pasivos del Banco del Estado y una parte de los de la mayor entidad privada oficializada durante la crisis: Granahorrar. Ello para formar Granbanco, que fue adquirido por el Banco Davivienda en 2007. A su vez, Granahorrar, que había recibido el grueso de los activos y pasivos del BCH durante su intervención, fue adquirido por el BBVA en 2005. Las entidades cooperativas intervenidas fueron consolidadas en Megabanco, que fue vendido al Banco de Bogotá en 2006. Otras entidades oficializadas fueron vendidas o liquidadas. El único banco oficial de primer piso que subsistió, el Banco Agrario, representaba al final del periodo poco menos del 4% del sistema bancario y el 2,8% del PIB, aunque siguió colocándose en el quinto o sexto lugar entre las entidades crediticias.

La práctica desaparición de los bancos oficiales fue matizada, como lo he señalado de forma reiterada, por la permanencia de bancos de desarrollo organizados desde el periodo anterior de forma independiente del banco emisor: Bancóldex (que había absorbido al IFI en 2003), Finagro, Findeter y FEN. Esta última, que había estado en un proceso de marchitamiento, se transformó en la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) en 2011, con el objetivo más amplio de apoyar el desarrollo de la infraestructura del país. Si bien la banca de desarrollo continuó jugando un papel determinante para el sector agropecuario y exportador, lo cierto es que en su conjunto este grupo de bancos fue relegado a un segundo plano dentro del sistema financiero, con activos que han oscilado en torno al 3% del PIB pero con una tendencia descendente en su participación en los activos del sector durante el periodo de análisis (Cuadro IV.2). La banca de desarrollo tampoco ha jugado el papel anticíclico que, como lo señalé en una sección anterior, han propuesto algunos analistas.

CUADRO IV. 2 | Activos de los bancos de desarrollo

	COMO % DEL PIB					SUBTOTAL COMO % DE ACTIVOS DEL SISTEMA
	FINAGRO	BANCOLDEX	FINDETER	SUBTOTAL	FEN/FDN	
2003	0,87	1,59	0,47	2,93	0,84	6,52
2004	0,84	1,35	0,58	2,78	0,66	6,21
2005	0,91	1,08	0,63	2,62	0,57	5,65
2006	0,96	0,88	0,66	2,50	0,23	5,36
2007	0,93	1,12	0,75	2,81	0,22	5,83
2008	0,95	1,29	0,85	3,09	0,06	6,20
2009	1,05	1,12	0,88	3,05	0,07	5,84
2010	1,06	1,02	0,88	2,96	0,06	5,21
2011	1,05	0,96	0,96	2,98	0,06	4,91
2012	1,01	1,00	1,03	3,04	0,06	4,72
2013	1,23	0,87	0,95	3,05	0,07	4,39
2014	1,07	0,83	0,99	2,89	0,09	3,92

FUENTE: CÁLCULOS PROPIOS CON BASE EN ASOCIACIÓN BANCARIA

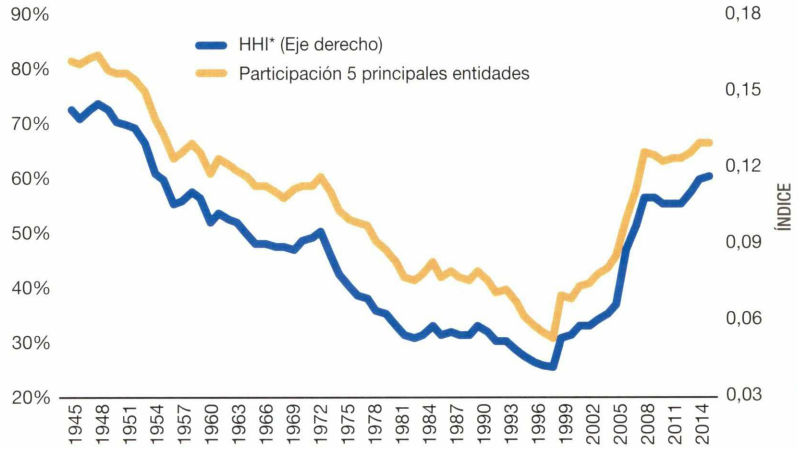
El Banco Agrario ha seguido siendo el principal agente de financiamiento del sector agropecuario. Más del 90% de su cartera está colocado en este sector. Aunque el crédito otorgado por la banca privada al sector agropecuario y agroindustrial ha aumentado significativamente durante el auge reciente, el Banco Agrario sigue siendo virtualmente el único intermediario financiero tradicional que llega a la agricultura familiar (Misión para la Transformación del Campo, 2014). El fondeo de sus operaciones de crédito sigue dependiendo en gran medida de recursos de redescuento que proporciona Finagro, que a su vez sigue obteniendo sus recursos de las inversiones forzosas en Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA).

Esta es la única inversión forzosa que subsiste y sobre la cual existe una polémica, incluso de carácter gremial, ya que es defendida por la Sociedad de Agriculturas de Colombia (SAC) en contra de las aspiraciones de la Asociación Bancaria de desmontarla. La otra inversión forzosa que había sobrevivido a las reformas

de comienzos de los noventa, la destinación de parte de la cartera de vivienda a aquella de interés social desapareció en 2004, después de la transición estipulada en la Ley 546 de 1999. También subsiste el impuesto a las transacciones financieras del cuatro por mil, sin que ahora tenga relación con el financiamiento del rescate del sector.

En materia de concentración, el sistema financiero continuó presentando la fuerte tendencia ascendente que se había iniciado durante la crisis de fin de siglo. Aunque desde 2008 se ha moderado, representó el quiebre, en solo diez años, de una tendencia de medio siglo durante el cual la concentración mostró un descenso virtualmente continuo (Gráfico IV.9). Medidos por los dos índices que he utilizado a lo largo de este libro, los niveles actuales de concentración se habían observado por última vez a comienzos de la década del cincuenta del siglo pasado. Las cinco principales compañías bancarias concentran hoy dos terceras partes de los activos del sistema crediticio, el doble de lo que representaban hace solo dos décadas, a mediados de los años noventa.

GRÁFICO IV. 9 | Concentración en el sistema bancario por activos



* El índice de Herfindahl, medido por activos, es un indicador de concentración del mercado, el cual toma valores entre 0 y 1, donde 0 indica concentración nula y 1 indica concentración absoluta en el caso de un monopolio.

FUENTE: BANCO MUNDIAL

CUADRO IV. 3 | Activos de los conglomerados financieros (Cifras en millones de pesos)

GRUPOS EN SISTEMA BANCARIO	DIC-95	DIC-00	DIC-05	DIC-10	DIC-14
Grupo Aval 1/	4.681.949	13.098.334	33.892.840	74.502.993	125.080.301
Grupo Antioqueño 2/	1.610.775	6.994.066	23.906.501	48.678.983	99.942.218
Grupo Bolívar 3/	347.821	4.787.573	8.638.207	28.236.894	54.633.274
BBVA 4/	2.869.485	5.161.879	9.299.460	22.085.046	41.527.856
Grupo Colpatria 5/	413.491	2.555.567	3.990.116	10.002.692	20.220.872
Grupo Social 6/	574.612	1.068.321	4.771.122	8.019.158	11.064.264
Demás entidades	13.564.077	27.225.789	33.871.535	51.064.115	89.648.502
Total	**24.062.212**	**60.891.530**	**118.369.781**	**242.589.881**	**442.117.285**

(% del sistema Bancario)

GRUPOS EN SISTEMA BANCARIO	DIC-95	DIC-00	DIC-05	DIC-10	DIC-14
Grupo Aval 1/	19,5	21,5	28,6	30,7	28,3
Grupo Antioqueño 2/	6,7	11,5	20,2	20,1	22,6
Grupo Bolívar 3/	1,4	7,9	7,3	11,6	12,4
BBVA 4/	11,9	8,5	7,9	9,1	9,4
Grupo Colpatria 5/	1,7	4,2	3,4	4,1	4,6
Grupo Social 6/	2,4	1,8	4,0	3,3	2,5
Demás entidades	56,4	44,7	28,6	21,0	20,3

1/ Comprende: Bancos de Bogotá, Popular, Occidente, Megabanco y AV Villas.
2/ Comprende: Bancolombia
3/ Comprende: Banco Davivienda y Banco Superior
4/ Comprende: Banco Bilbao Viscaya Argentaria (BBVA)
5/ Comprende: Red Multibanca Colpatria
6/ Comprende: Colmena y Banco Caja Social

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOBANCARIA

Más aún, estas medidas subestiman los grados efectivos de concentración, debido a la conformación de conglomerados financieros del país, que ahora ofrecen, bajo una misma institución, créditos comerciales, hipotecarios y de consumo. Más cuando, aunque la banca extranjera ha participado activamente en el sector, y su presencia se ha acentuado durante la última década, se ha consolidado el papel de tres grupos financieros nacionales (Aval, Antioqueño y Bolívar), que concentran más del 60% de los activos del sector desde hace un lustro. Si a ellos se agrega el principal grupo extranjero, el Banco de Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), concentran más del 70%. A ellos se unen otros conglomerados de menor tamaño (Cuadro IV.3).

Este proceso se generó a través de una notable reestructuración de estos grupos financieros, en no poca monta con la compra de entidades oficiales u oficializadas durante las sucesivas etapas del proceso de privatización. Iniciando este siglo, el BBVA de España compró el 85% del Banco Ganadero; esta transacción permitió la creación del BBVA Banco Ganadero, que cuatro años después se consolidó como el BBVA. Según vimos, compró a Granahorrar cuando fue (re) privatizado en 2005. Ese año nació el Grupo Bancolombia, conformado por Bancolombia, Conavi y Corfinsura. Ese mismo año se fusionaron el Banco Caja Social y el Banco Colmena, que se convirtieron en los bancos Caja Social BCSC y Colmena BCSC; en 2011, desapareció la marca Colmena para que el BCSC se convirtiera en Banco Caja Social. El Grupo Aval, que se había nutrido de varias privatizaciones en el periodo anterior, compró el Megabanco, cuando fue privatizado en 2006. En 2007, el Banco Davivienda del Grupo Bolívar adquirió Granbanco, cuyo núcleo central era el antiguo Bancafé, cuando fue privatizada en 2007, y en 2011 adquirió el 98% del Banco Superior y sus filiales Fidusuperior, Ediciones Gamma, y Promociones y Cobranzas Beta. Durante ese año, además, se fusionaron Sudameris Colombia y el Banco Tequendama, para dar origen al banco GNB Sudameris.

Durante la década que analizamos aquí, y especialmente durante el último lustro, los conglomerados financieros nacionales hicieron su tránsito a 'multilatinas'. En este proceso se destacan los tres conglomerados más grandes. Más allá de su presencia tradicional en Panamá, su expansión ha sido particularmente hacia Centroamérica, estableciendo una posición dominante en El Salvador, y destacada en Nicaragua, Panamá y Costa Rica. Los activos en el exterior han venido creciendo muy rápidamente y alcanzaban en 2014 el equivalente a una quinta parte de los activos de los bancos en el país (Uribe, 2013; Hernández, 2014).

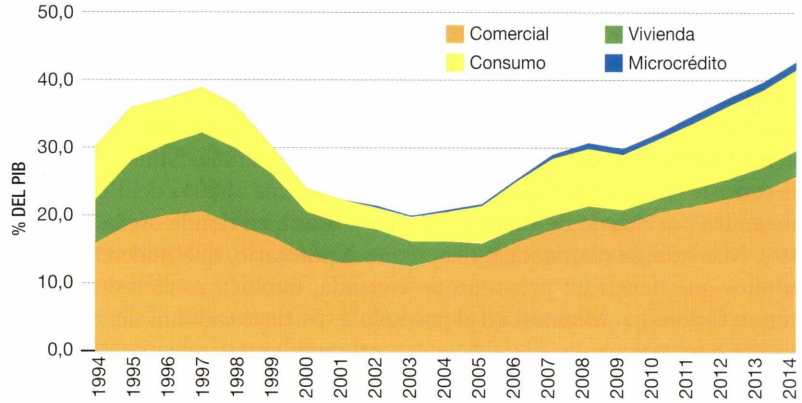
Gracias a las economías de escala, los crecientes niveles de concentración pueden haber tenido efectos positivos en términos de reducción de costos de la intermediación y de la capacidad del sistema para asumir mayores riesgos, como los asociados a mayores plazos de los préstamos, un tema sobre el cual ha habido avances, según veremos más adelante. Por el contrario, no se han producido los riesgos que puede generar en términos de menor competencia y mayores márgenes de rentabilidad. Los márgenes de intermediación han mostrado una ligera tendencia a disminuir, continuando la propensión que se presentó durante la crisis de fin de siglo; sin embargo, siguen siendo muy elevados para los patrones internacionales (Gráfico IV.3, pág. 154). Por su parte, como ya lo señalé en una sección

anterior, la rentabilidad del sistema ha tendido también a reducirse gradualmente (Gráfico IV.5, pág. 165). Ambos resultados indican que la concentración ha mantenido niveles de competencia, ahora claramente oligopólicos.

b. Evolución de la cartera, estructura de plazos y acceso al financiamiento

Otra forma de examinar la evolución del sistema crediticio del país durante el periodo de análisis es por medio de los usos de su cartera. Como lo indica el gráfico IV.10, la más afectada por la crisis de fin de siglo fue la cartera hipotecaria, en tanto que la que experimentó la menor caída fue la comercial, con la de consumo en una situación intermedia. Con el crecimiento de la última década, la más beneficiada ha sido la cartera comercial, seguida por la de consumo, mientras que la de vivienda experimentó una muy mediocre recuperación, reflejando las secuelas de la crisis hipotecaria. Con la crisis de Atlántico Norte, todos los tipos de cartera se vieron afectados de forma negativa, pero solo por un periodo breve. Finalmente, durante los años más recientes, todos los tipos de cartera se han beneficiado, especialmente la comercial y la de consumo, en tanto que la de vivienda ha seguido mostrando un fuerte atraso.

GRÁFICO IV. 10 | Cartera bruta de los establecimientos de crédito por uso (% del PIB)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN DATOS DE LA ASOCIACIÓN BANCARIA

Según lo señalé en la introducción, dos fallas de mercado importantes en el sector financiero se relacionan con la estructura de plazos y el acceso a los servicios financieros. En relación con los plazos, es de notar que los desembolsos de créditos hasta 2007 (excluyendo vivienda) estuvieron concentrados principalmente en el corto plazo (60% a un año y casi otro 20% entre uno y tres años) (Cuadro IV.4, pág. 179). Durante el fuerte auge que tuvo lugar durante el último lustro, los plazos de todos los créditos se alargaron, especialmente los de consumo y preferencial corporativo. La estructura actual del crédito de consumo llama la atención, ya que de estar concentrado en créditos entre uno y cinco años hasta el 2007, concentra hoy casi la mitad en créditos de más de cinco años. Esto suscita dudas sobre la lógica de estas operaciones, así como de las regulaciones financieras que las amparan.

Si bien ha habido avances en materia de plazos para préstamos diferentes a los de vivienda, el elemento más frustrante de la última década ha sido la pérdida notable de dinamismo del crédito hipotecario, en el cual se generan las operaciones de plazos más largos. De acuerdo con cálculos de Fedesarrollo (2015), en los primeros cinco años posteriores a la crisis de los años 1998 - 1999, la cartera hipotecaria se redujo de manera dramática: de poco más del 10% del PIB a finales del auge anterior, a 2,4% del PIB en 2005 - 2006 (Gráfico IV.11, pág. 180). Desde entonces se ha recuperado marginalmente, situándose en 2014 en 4,7%, pero este registro es menos de la mitad de lo que era en 1997. Este mismo comportamiento se evidencia, incluso, cuando se incluyen la cartera titularizada y los préstamos del Fondo Nacional del Ahorro (FNA).

Al comparar internacionalmente, también se evidencia que nuestro país ocupa uno de los lugares más bajos en el indicador de profundización hipotecaria, medido como cartera hipotecaria como porcentaje del PIB. Aunque en promedio los países de América Latina evidencian niveles relativamente bajos de crédito hipotecario como proporción del PIB[40], nuestro país, con una cartera hipotecaria de solo 6,5% del PIB en 2014, de acuerdo con los datos del Banco Mundial, se encuentra incluso por debajo de pares del continente, no solo Chile y Panamá, los líderes en este campo, en el que dicha cartera se acerca al 20% del PIB. También se encuentra por debajo de Bolivia, México y Brasil, en donde oscila entre el 8 y el 10%. Más aún, la penetración del crédito hipotecario, que mide el porcentaje de adultos que tienen un préstamo de vivienda, también es considerablemente menor en Colombia. Mientras en el país solo 2,6% de los adultos tiene un crédito

40 Los niveles más altos, superiores al 100% del PIB, se alcanzan en Suiza, Holanda y Dinamarca, y llegan a más del 60% en Estados Unidos y España, entre otros.

CUADRO IV. 4 | Desembolsos por plazo de los establecimientos bancarios
(Promedio anual de los desembolsos semanales)

	MILES DE PESOS					% DE PARTICIPACIÓN				
	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1095 DIAS	>1.096 Y <1.825 DIAS	>1825 DIAS	>1 Y <30 DÍAS	>31 Y <365 DIAS	>366 Y <1.095 DIAS	>1.096 Y <1.825 DIAS	>1.825 DIAS
AÑO 2005										
Consumo		9.697.966	84.409.241	77.270.241	9.869.926		5,4	46,6	42,6	5,4
Microcréditos*		815.169	5.620.055	581.739	18.156		11,6	79,9	8,3	0,3
Comerciales Ordinarios	13.930.413	116.066.093	116.066.093	26.910.978	21.004.647	4,7	39,5	39,5	9,2	7,1
Comerciales Preferencial o Corporativo		369.769.144	20.782.283	17.892.025	20.185.458		86,3	4,8	4,2	4,7
Total	**13.930.413**	**496.348.372**	**226.877.673**	**122.654.983**	**51.078.187**	**1,5**	**54,5**	**24,9**	**13,5**	**5,6**
AÑO 2007										
Consumo		22.465.552	111.328.897	159.288.843	40.863.982		6,7	33,3	47,7	12,2
Microcréditos*		1.085.805	8.989.504	1.842.742	231.594		8,9	74,0	15,2	1,9
Comerciales Ordinarios	78.138.911	228.177.397	118.902.825	59.366.439	59.000.883	14,4	42,0	21,9	10,9	10,9
Comerciales Preferencial o Corporativo		704.784.948	80.116.791	28.807.094	11.762.538		85,4	9,7	3,5	1,4
Total	**78.138.911**	**956.513.703**	**319.338.016**	**249.305.119**	**111.858.997**	**4,6**	**55,8**	**18,6**	**14,5**	**6,5**
AÑO 2014										
Consumo		12.874.058	128.695.980	312.979.853	390.316.850		1,5	15,2	37,0	46,2
Microcréditos*		6.401.075	50.165.943	7.900.662	1.312.990		9,7	76,3	12,0	2,0
Comerciales Ordinarios	74.063.585	399.776.129	230.591.422	91.512.785	251.723.477	7,1	38,2	22,0	8,7	24,0
Comerciales Preferencial o Corporativo		906.128.094	173.213.253	112.502.803	247.508.604		63,0	12,0	7,8	17,2
Total	**74.063.585**	**1.325.179.356**	**582.666.599**	**524.896.103**	**890.861.921**	**2,2**	**39,0**	**17,1**	**15,4**	**26,2**

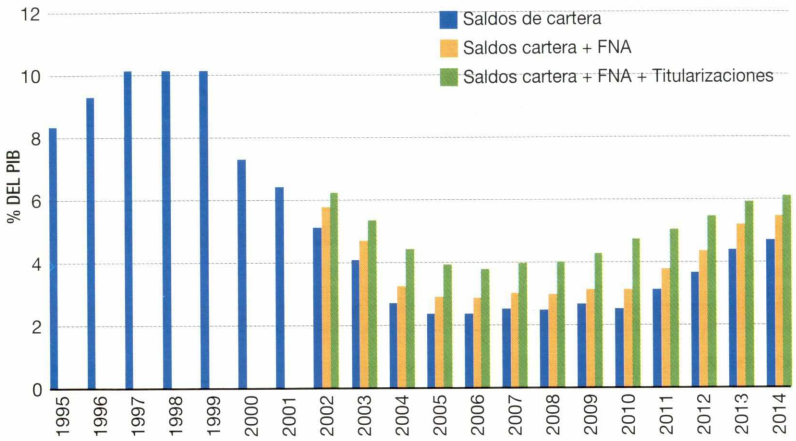
* Microcréditos diferentes de 'leasing'.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ASOBANCARIA Y SUPERFINANCIERA

para comprar una vivienda, dicho porcentaje está en alrededor de 40% en varios países desarrollados.

Consciente de esta situación, el Gobierno ha diseñado y puesto en marcha un apoyo diferenciado para diferentes segmentos de la población, más allá de los programas para los sectores de bajos ingresos (el de vivienda gratuita y el subsidio a la cuota inicial). Aquellos en los cuales el sector financiero incluye: (i) el

GRÁFICO IV. 11 | Evolución de la cartera hipotecaria



FUENTE: FEDESARROLLO CON BASE EN SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Y DANE.

Programa de Cobertura Condicionada de Tasas de Interés para la adquisición de vivienda nueva tipo VIP y VIS, dirigido a hogares con acceso al crédito; (ii) el Programa de Cobertura Condicionada para la Adquisición de Vivienda tipo no VIS, que beneficiaba a hogares de ingresos medios y estaba financiado con recursos del Pipe, pero que finalizó en junio de 2014, y (iii) el Programa 'Mi Casa Ya', anunciado en octubre de 2014 y que comenzó a operar este año (Fedesarrollo, 2015). Adicionalmente, a finales de mayo del presente año, el Gobierno Nacional anunció, en el marco del Pipe 2.0, la financiación de 60.000 soluciones de viviendas en zonas rurales, la reactivación del programa de subsidio a la tasa de interés para 40.000 viviendas entre 80 y 200 millones de pesos y otros 30.000 cupos para el plan 'Mi Casa Ya'.

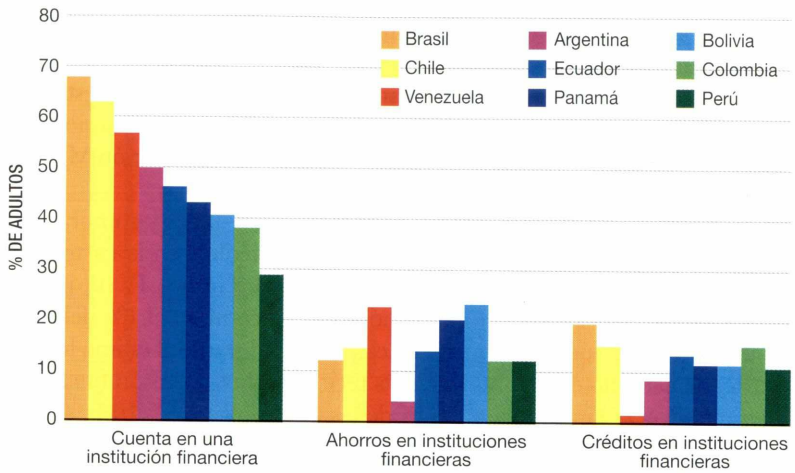
En materia de inclusión financiera, ha habido resultados positivos aunque todavía insuficientes. En esta materia, algunos de los éxitos se remontan a los esfuerzos que emprendió la Caja Social de Ahorros (hoy Banco Caja Social) desde comienzos del siglo XX, así como las cooperativas financieras y los bancos oficiales, de los cuales subsiste la prioridad que otorga el Banco Agrario al acceso de los pequeños agricultores al crédito. A ello se agregan las acciones que en tal sentido llevan a cabo los fondos de garantías (el Fondo Nacional de Garantías y el Agropecuario). Otros esfuerzos se remontan a acciones de las ONG internacionales que introdujeron las 'tecnologías microcrediticias' desde los años ochenta y la entrada, con algún rezago, de entidades propiamente financieras a estas actividades (Marulanda, 2005). El lanzamiento, bajo la administración Uribe, del programa Banca de las Oportunidades, bajo Bancóldex, representó un avance importante en este campo. Entre las nuevas entidades propiamente bancarias activas en este campo, se destaca Bancamía, un banco microfinanciero con participación accionaria del 51% de la Fundación Microfinanzas BBVA, y 49% de la Corporación Mundial de la Mujer (CMM) Medellín y la CMM Colombia.

En la evolución de los indicadores de inclusión hay luces y sombras. Por el lado positivo se destaca el crecimiento de los microcréditos en la cartera de los establecimientos de crédito durante la última década (Gráfico IV.10, pág. 177). Aunque su importancia relativa sigue siendo baja (poco más del 1% del PIB), ha tenido un crecimiento promedio anual de casi el 20% durante el último lustro. Por otra parte, de acuerdo con el informe más reciente sobre inclusión financiera de la Superintendencia Financiera y Banca de las Oportunidades (2014), se destaca también el rápido crecimiento de puntos de contacto financiero durante el último lustro, especialmente de corresponsales, así como el número considerable de nuevos ahorradores. En términos territoriales, sobresale el establecimiento de nuevas oficinas bancarias, que ahora cubren todos los municipios del país (con excepción de uno en 2014). Según este informe, los agentes más activos en este proceso han sido el Banco Agrario, el Banco Caja Social, BBVA y Davivienda. Sin embargo, una parte considerable de los corresponsales (un 40% en diciembre de 2013, por ejemplo) no muestra transacciones, y una parte considerable de las cuentas de ahorro está inactiva y presenta saldos muy bajos, y el microcrédito tiene todavía un alcance limitado.

Los datos de Asobancaria (2014b) muestran, a su vez, que el indicador de bancarización, que se calcula como la relación entre el número de personas mayores de edad con al menos un producto financiero sobre el total de la población adulta, alcanzó 72,5% (alrededor de 23,3 millones de personas). El producto que más aporta al objetivo de la bancarización es la cuenta de ahorros (alrededor de 21,7 millones adultas tienen acceso), seguida por la tarjeta de crédito (con un total de 6,8 millones de personas), en tanto que el microcrédito y el crédito de vivienda tienen todavía un alcance muy limitado (1,9 y 0,9 millones, respectivamente).

Una forma de entender estos resultados es que la mejoría en servicios financieros es notoria en término, de acceso a nuevos mecanismos de pagos, que en

GRÁFICO IV. 12 | **Comparación internacional de bancarización financiera (2014)**



FUENTE: FEDESARROLLO CON BASE EN SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Y DANE.

muchos casos están atados a cuentas de ahorro, pero que no constituyen estrictamente una decisión de ahorro; esto es la única interpretación que parece consistente con las bajas cifras del país en materia de cuentas de ahorro, que reportan las cifras internacionales que se presentan en los párrafos siguientes. Uno de los mecanismos más importantes de bancarización ha sido el pago de ciertos subsidios del Estado a familias pobres, como Familias en Acción, a través de medios bancarios (cuentas de ahorro o monederos electrónicos). Otras innovaciones paralelas son la cédula y tarjeta cafetera inteligente, el programa conjunto de la Federación Nacional de Cafeteros con el Banco de Bogotá, que también involucra una cuenta de ahorro, y el monedero electrónico de Davivienda, a través del cual también se pagan subsidios de Familias en Acción. Si el acceso a mejores mecanismos de pagos constituye una transición hacia sistemas más amplios de inclusión financiera, debe ser objeto de debate.

Las comparaciones internacionales también muestran resultados ambivalentes. Por el lado positivo, un informe reciente del Economist Intelligence Unit (EIU, 2014) clasifica al país como el segundo en el mundo, después de Perú, entre 55 países de desarrollo que analizan, en términos de ambiente favorable a las microfinanzas. Este informe resalta el buen esquema institucional que ha puesto en marcha el país y la buena regulación, incluyendo las medidas de protección al cliente y de microseguros. Al mismo tiempo, resalta el atraso en términos de pagos electrónicos (como es cierto, de hecho, de toda América Latina), un problema que posiblemente se aliviará con la nueva ley de inclusión, y destaca el alto endeudamiento de los sujetos de microcrédito y, en contra de las cifras nacionales, la baja cobertura de las cuentas de ahorro.

Los indicadores internacionales de bancarización del Banco Mundial (Gráfico IV.12, pág. 182) muestran una situación más ambivalente de la que presenta el EIU. En efecto, Colombia está entre los países latinoamericanos con menor acceso a servicios financieros, ya que en 2014 apenas el 40% de los adultos en nuestro país contaba con una cuenta en una institución financiera, mientras en otros países del continente, como Brasil, Chile o Venezuela, dicho nivel superaba el 65%. Algo similar ocurre cuando se observa el indicador de porcentaje de ahorradores en instituciones financieras. El único indicador en el que el país logra una mejor presencia relativa es la formalización del crédito, en la medida que casi el 16% de adultos cuenta con un crédito de una institución financiera, un registro bajo pero superior al de casi todos los países de la región, con excepción de Brasil y al mismo nivel de Chile.

*****

En síntesis, el sistema financiero colombiano estuvo caracterizado por un notable proceso de profundización durante la última década, impulsada principalmente por la multibanca privada, aunque generando una fuerte concentración del sector. Gracias, sin duda, a los avances en materia regulatoria, el país mostró fortalezas en materia de estabilidad financiera frente a la turbulencia generada por la crisis del Atlántico Norte. De igual forma, cabe destacar los avances en materia de extensión de plazos de los créditos durante el último lustro y de aumento de la bancarización a través de diferentes instrumentos. El elemento más negativo ha sido el retraso considerable en la cartera hipotecaria que no ha superado, quince años después, los efectos de la crisis de finales del siglo XX.

De cara al futuro, resulta perentorio seguir fortaleciendo los sistemas de regulación y supervisión financiera. En esta materia han surgido nuevos retos, asociados a los altos niveles de concentración y a la presencia creciente de los grandes conglomerados financieros nacionales en el exterior. Subsisten, además, interrogantes sobre el rápido crecimiento del endeudamiento externo en el último lustro y los efectos que puede tener de presentarse una nueva interrupción súbita del

financiamiento externo, una situación que en cualquier caso no parece muy probable en el momento de escribir estas líneas. De igual manera, es indispensable continuar con los programas encaminados a aumentar la bancarización, ya que está demostrado que pueden ser un vehículo efectivo para disminuir la pobreza y aumentar el bienestar de la población colombiana.

REFERENCIAS

Alviar, Oscar (1974), *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo Editores. [Esta obra tiene varias ediciones posteriores].

Anif (2006), *Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: Análisis y propuestas sobre la consolidación Bancaria (1990-2006)*, Informe presentado al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, junio.

Arango, Miguel (2006), "Evolución y crisis del sistema financiero colombiano," *Serie Estudios y Perspectivas*, No.11, Santiago: CEPAL.

Asobancaria (2014a), "Autocontrol: la piedra angular del control interno", *Semana Económica*, No. 970, octubre 20.

Asobancaria (2014b), "Informe trimestral de inclusión financiera", diciembre.

Avella, Mauricio (2007), "El Encaje Bancario en Colombia: Perspectiva General", *Borradores de Economía*, No. 470, Bogotá: Banco de la República, 2007.

Banco de la República, GRECO (Grupo de Estudios del Crecimiento Económico) (2002), *El Crecimiento Económico Colombiano en el Siglo XX*, Bogotá: Banco de la República y Fondo de Cultura Económica.

Barajas, Adolfo, Roberto Steiner y Natalia Salazar (1998), "Interest Spreads in Banking: Costs, Financial Taxation, Market Power, and Loan Quality in the Colombian Case, 1974-96", *IMF Working Paper*, WP/98/110, Agosto.

Bértola, Luis y José Antonio Ocampo (2013), *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México: Fondo de Cultura Económica.

Caballero Argáez, Carlos y Miguel Urrutia (2006), "Las Crisis Financieras del Siglo XX," en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, Parte II.

Cadena, Héctor (2002), "Crisis financieras en Colombia, qué se ha hecho?", en Angélica Arbeláez, Héctor Cadena, María Mercedes Carrasquilla y Sandra Zuluaga (comps.), *Crisis Financiera y Respuesta de Política*, Bogotá, Fedesarrollo y Alfaomega.

Calvo, Guillermo A. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, 1(1), pp. 35-54.

Cárdenas, Enrique, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (eds.) (2003), *Industrialización y Estado en América Latina: La leyenda negra de la posguerra*, México: Lecturas de El Trimestre Económico, No. 94.

Cárdenas, Mauricio y Alejandro Badel (2003), "La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: Causas y consecuencias," *Documento No.500*, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.

Carrasquilla, Alberto y Juan Pablo Zárate (2002), "Regulación bancaria y tensión financiera, 1998-2001," en Anif, *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*, Tomo I, Bogotá, Bogotá: Anif.

Carrizosa, Mauricio (1979), "Los Fondos Financieros del Banco de la República", en Carlos Caballero Argáez (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, capítulo IX.

Carrizosa, Mauricio (1986), *Hacia una recuperación del mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Editorial Presencia.

Clavijo, Sergio (2000), "Hacia la Multibanca en Colombia: Retos y 'Retazos Finacieros'", *Borradores de economía No. 150*, Bogotá: Banco de la república.

Clavijo, Sergio, Rojas, Carlos y Alejandro, González (2010), *La Crisis Financiera Internacional: El Tránsito Hacia Basilea III*, Bogotá: disponible en: http://anif.co/sites/default/files/uploads/Basileaiii.pdf

Corte Constitucional (1999), Sentencia C-481, disponible en: http://www.corteconstitucional.gov.co/relatoria/1999/C-481-99.htm

Delgado, Luis Fernando y Pablo Roda (1998), "El apoyo del Estado al Sector financiero en su reciente crisis: Recursos dirigidos y costos asociados," *Banca y Finanzas*, febrero.

Díaz-Alejandro, Carlos F. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, Nos. 1-2, pp. 1.24.

Díaz-Alejandro, Carlos F. (2003), *Régimen de Comercio Exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Dornbusch, Rudiger y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 253-316.

EIU (Economist Intelligence Unit) (2014), Global Microscope 2014: *The Enabling Environment for Financial Inclusion*, noviembre, disponible en: http://www.microfinancegateway.org/library/global-microscope-2014-enabling-environment-financial-inclusion

Fajardo, Carlos Jaime y Néstor Rodríguez Ardila (1980), "Tres décadas del sistema financiero colombiano, 1950-1979", en Mauricio Cabrera (compilador), *Sistema Financiero y Políticas antiinflacionarios*, Bogotá, Editorial Presencia.

Fedesarrollo (2015), "El bajo nivel de profundización del crédito de vivienda en Colombia," *Tendencia Económica*, No. 152, febrero.

Fernández Rivas, Javier (1990), "Un marco para el desarrollo del sector financiero," en Eduardo Lora (ed.), *Apertura y Modernización: Las reformas de los noventas*, Bogotá: Tercer Mundo.

Fernández Rivas, Javier (1994), *Sector Financiero: Motor del Desarrollo*, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.

Figueroa, Alejandro, Antonio Urdinola y Fernando Vélez (1999), "El Sector Financiero, sus perspectivas, necesidades de crecimiento y cambios institucionales," en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, 1979.

FMI (Fondo Monetario Internacional) (2013), "Colombia: Financial System Stability Assessment," *IMF Country Report*, No. 13/50, febrero.

Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2001), *Fogafín y la Recuperación de la Banca*, Documento presentado a la Convención Bancaria.

Fogafín (2009), *Crisis financiera colombiana en los años noventa: Origen, resolución y lecciones institucionales*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Fogafín (2015a), "Intervención en crisis financiera 1998-2008: Costos netos y necesidades de liquidez," Presentación en power point, febrero.

Fogafín (2015b), "Intervención en crisis financiera 1998-2008: Línea de tiempo," Presentación en power point, enero.

García, Nidia (2013), "¿Por qué es importante la educación económica y financiera para los bancos centrales?," *Reportes del Emisor*, No. 169, junio.

Gómez, Hernando José (1990), "Antecedentes y evolución del crédito de fomento en Colombia y su relación con el Banco Central", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XVIII.

González Muñoz, César y Amanda García (2002), "Una Visión Historiográfica del Sistema Financiero Colombiano 1923-2001", en Anif, *El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI*, Tomo I, Bogotá, Bogotá: Anif.

Grupo de Estudios del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República (1982), "Controles monetarios y distorsiones estadísticas", *Ensayos sobre política económica*, No.1, marzo.

Hernández Gamarra, Antonio (1976), "Política de redescuento, 1950-1970", en Hernando Gómez O., Francisco J. Ortega y Patricia Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Fondo Cultural Cafetero, cap. 5.3.

Hernández C., Gerardo (2014), "Retos de la banca frente a las mejores prácticas internacionales recomendadas por Basilea", Presentación en la Asamblea de Anif, Superintendencia Financiera de Colombia, octubre 8.

Ibánez Najar, Jore Enrique (1990), "La reforma de 1951", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XII.

Jaramillo, Juan Carlos (1982), "El proceso de liberación del mercado financiero colombiano", *Ensayos sobre política económica*, No.1, marzo.

Kalmanovitz, Salomón y Mauricio Avella (1998), "Barreras del Desarrollo Financiero: Las Instituciones Monetarias Colombianas en la década de 1950", *Borradores de Economía No. 104*, Bogotá, Banco de la República. Reproducido en Salomón Kalmanovitz (comp.), *Ensayos sobre Banca Central en Colombia, Comportamiento Independencia e Historia*, Bogotá: Grupo Editorial Norma y Banco de la República, 2003.

Kindleberger, Charles P. y Robert Z. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 5ª edición, Houndmills: Palgrave.

Laeven, Luc y Fabián Valencia (2012), "Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Paper 12/163*, Junio.

Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, 35(2), junio.

López, Alejandro (1990), "El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945", en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XI.

Lora, Eduardo y Natalia Salazar (1995), *¿Podría repetirse 1982? Un análisis de los riesgos macroeconómicos y financieros en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo.

Martínez Neira, Nestor Humberto y José Miguel Calderón López (2003), "Un análisis de la regulación prudencial en el caso colombiano y propuestas para reducir sus efectos procíclicos," Serie financiamiento para el desarrollo, No. 126, febrero.

Marulanda, Beatriz (2005), "Del microcrédito a las microfinanzas en Colombia", *Coyuntura Económica 35 años*, Fedesarrollo, segundo semestre, pp. 249-254.

McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution Press.

Meisel Roca, Adolfo (1990), "El Banco de la República, 1946-1954 y la reforma de 1951", en en Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Editorial Banco de la República, capítulo XII.

Minsky, Hyman P. (1982), *Can "it" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Misión para la Transformación del Campo (2014), *Sistema nacional de crédito agropecuario: Propuesta de Reforma*, diciembre, disponible en: https://www.dnp.gov.co/programas/agricultura/Paginas/mision-para-la-transformacion-del-campo-colombiano.aspx

Ocampo, José Antonio (1989), "Ciclo Cafetero y el Comportamiento Macroeconómico en Colombia, 1940-1987", *Coyuntura Económica*, octubre y diciembre.

Ocampo, José Antonio (2003), "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries," en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Londres: Palgrave/Macmillan y UNU/WIDER, pp. 217-244.

Ocampo, José Antonio (2015a), "La crisis mundial y el cambio estructural (1929-1945)", en José Antonio Ocampo (comp.), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición actualizada, Bogotá, Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo, capítulo VI.

Ocampo, José Antonio (2015b), "Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy", en Mario Damill, Martín Rapetti and Guillermo Rozenwurcell (eds.), *Macroeconomics and Development: Roberto Frenkel and the Economics of Latin America*, Nueva York: Columbia University Press e Initiative for Policy Dialogue, cap. 11.

Ocampo, José Antonio (2015c), "Performance and Challenges of the Colombian Economy," en Jonathan D. Rosen y Bruce M. Bagley (eds.), *Colombia's Political Economy at the Outset of the Twenty-First Century: From Uribe to Santos*, Lanham: Lexington Books, cap. 1.

Ocampo, José Antonio, Catalina Crane y Stefano Farné (1990), "Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-1987," en Günther Held y Raquel Szalachman (eds.), *Ahorro y asignación de recursos financieros: experiencias latinoamericanas*, Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.

Ocampo, José Antonio y Santiago Montenegro (2007), "La crisis mundial de los años treinta en Colombia" en José Antonio Ocampo y Santiago Montenegro, *Crisis mundial, protección e industrialización: Ensayos de historia económica colombiana*, 2ª edición, Bogotá: Grupo Editorial Norma, capítulo 2.

Ocampo, José Antonio, Mauricio Avella, Joaquín Bernal y María Errázuriz (2015), "La industrialización y el intervencionismo estatal (1945 -1980)", en José Antonio Ocampo (comp.), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición actualizada, Bogotá, Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo, capítulo VII.

Ocampo, José Antonio y Jonathan Malagón (2015), "Colombian Monetary and Exchange Rate Policies Over the Past Decade," *Comparative Economic Studies*, en prensa.

Ocampo, José Antonio y Carmen Astrid Romero (2015), "La búsqueda, larga e inconclusa, de un nuevo modelo (1981-2014)," en José Antonio Ocampo (comp.), *Historia Económica de Colombia*, 3ª edición actualizada, Bogotá, Fondo de Cultura Económica y Fedesarrollo, capítulo VIII.

Ortega, Francisco (1979), "Política monetaria y sector financiero", en Carlos Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, cap. XIII.

Palacios Mejía, Hugo (1986), *Memoria de Hacienda*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.

Rojas, Carlos y Alejandro González (2008), *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio*, Anif, diciembre, disponible en: http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf

Salazar, Natalia (2005a), "Evolución y determinantes del margen de intermediación en Colombia", *Coyuntura Económica 35 años*, Fedesarrollo, segundo semestre, pp. 227-239.

Salazar, Natalia (2005b), "Represión financiera y márgenes de intermediación", *Carta Financiera*, No. 131, Anif, septiembre.

Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Shiller, Robert J. (2015), Irrational Exuberance, 3ª edición, Princeton: Princeton University Press.

Stiglitz, Joseph E. (2001), "Information and the Change of Paradigm in Economics," Conferencia al recibir el Premio Nobel de Economía, disponible en: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf

Stiglitz, Joseph E. y Bruce Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.

Superintendencia Financiera y Banca de las Oportunidades (2014), *Reporte de Inclusión Financiera 2013*, Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia.

Triffin, Robert (1944), "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia", *Revista del Banco de la República*, agosto.

Urdinola, Antonio (1976), "El crédito de fomento y la banca comercial," en Hernando Gómez O., Francisco J. Ortega y Patricia Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Fondo Cultural Cafetero, cap. 7.3.

Uribe, José Darío (2013), "El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente," *Nota Editorial, Revista del Banco de la República*, No. 1023, enero.

Uribe, José Darío y Hernando Vargas (2002), "Financial Reform, Crisis and Consolidation: Colombia", *Borradores de economía*, Bogotá: Banco de la República.

Urrutia, Miguel (1999), "Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación," Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, No. 859, mayo.

Urrutia, Miguel, Diana Lizarazo y Carlos Caballero (2006), "Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia", en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, Parte I.

Urrutia, Miguel y Olga Namen (2011), "Historia del Crédito Hipotecario en Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica*, Vol. 30, No. 67, Bogotá, Banco de la República, 2011, reproducido como cap. 2 en Urrutia y Llano (2012) como "Crisis hipotecaria y financiera".

Urrutia, Miguel y Jorge Llano (2012), "La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia", en Miguel Urrutia y Jorge Llano, *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE), Universidad de los Andes, cap. 1.

Villar, Leonardo, David Salamanca y Andrés Murcia (2005), "Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003," *Desarrollo y Sociedad*, No. 55, primer semestre.

Villar, Leonardo, José Romero y César Pabón (2015), *Política cambiaria, monetaria y fiscal: ¿Ha aprendido Colombia a mitigar los efectos de las crisis?*, Programa Regional de Políticas Sociales en América Latina (SOPLA), Bogotá: Fedesarrollo.

Wiesner Durán, Eduardo (1978), "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia", en Eduardo Wiesner Durán (compilador), *Política económica externa de Colombia 1978*, Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia.

Zárate, Juan, Adolfo Cobo y José Gómez (2012), "Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financiera en Colombia," *Borradores de Economía*, No. 708, mayo.

Zuleta, Hernando (1997), *Una visión general del sistema financiero colombiano*, Borradores Semanales de Economía No. 71, Bogotá: Banco de la República.

Hasta mediados del 2007 fue Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales. Desde ese cargo dirigió el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU (Desa) y presidió el Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU. Con este nombramiento realizado por Kofi Annan, exsecretario general de la ONU, se convirtió en el colombiano que ha ocupado la más alta posición en la historia de las Naciones Unidas.

Antes de asumir estas funciones, fue Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, desde enero de 1998 hasta agosto de 2003, y se desempeñó en varios cargos en el Gobierno colombiano, incluyendo los de Ministro de Hacienda y Crédito Público, Director del Departamento Nacional de Planeación, y Ministro de Agricultura. Como académico, ha sido Director de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), profesor de las facultades de Economía de la Universidad de los Andes y de la Universidad Nacional. Igualmente, ha sido profesor visitante de las universidades de Cambridge, Yale y Oxford.

Es autor de múltiples libros y artículos sobre teoría y política macroeconómica, desarrollo económico, comercio internacional e historia económica. Actualmente, se desempeña como profesor de la Universidad de Columbia, Director de la Misión para la Transformación del Campo en Colombia y Presidente del Comité de Políticas de Desarrollo del Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas.